



ΙΝΣΤΙΤΟΥΤΟ
ΔΙΕΘΝΩΝ
ΣΧΕΣΕΩΝ

Μεσοπρόθεσμο Πλαίσιο
Δημοσιονομικής Στρατηγικής
&
Αποκρατικοποιήσεις:

Η Περίπτωση της Πώλησης Μετοχών
Εταιρειών Εισηγμένων στο
Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών

Ανδρέας Αντωνιάδης



Επίκαιρες Αναλύσεις # 2
Κείμενο Συζήτησης/
Σχέδιο Συμπερασμάτων Έρευνας

Κέντρο Διεθνούς Πολιτικής Οικονομίας
Ινστιτούτο Διεθνών Σχέσεων
Ιούλιος 2011

Το Κέντρο Διεθνούς Πολιτικής Οικονομίας (Athens Centre for International Political Economy – ACIPE)

είναι ερευνητικό κέντρο του Ινστιτούτου Διεθνών Σχέσεων του Παντείου Πανεπιστημίου. Αποσκοπεί στη μελέτη των δρώντων, δομών και δυνάμεων που καθορίζουν τη φύση και εξέλιξη της παγκόσμιας πολιτικής οικονομίας. Έμφαση δίδεται στη μελέτη της παγκόσμιας οικονομίας ως προϊόν διαπραγμάτευσης μεταξύ κρατών, περιφερειών, αγορών, μη-κυβερνητικών δρώντων και διεθνών οργανισμών. Παράλληλα το Κέντρο εστιάζεται στον τρόπο με τον οποίο το παγκόσμιο εμπόριο, επενδύσεις, κινήσεις κεφαλαίων και νομισματικές σχέσεις διαρθρώνουν, διαδρούν και επηρεάζουν την εξέλιξη της παγκόσμιας οικονομίας. Μία τέτοια ολοκληρωμένη και ολική προσέγγιση φιλοδοξεί να δώσει νέα διάσταση, βάθος και μεθοδολογικά εργαλεία στη μελέτη του φαινομένου της παγκόσμιας πολιτικής οικονομίας.

Για περισσότερες πληροφορίες σχετικά με το Κέντρο ή τη συγκεκριμένη μελέτη παρακαλώ επικοινωνήστε:
Κέντρο Διεθνούς Πολιτικής Οικονομίας (ACIPE),
Ινστιτούτο Διεθνών Σχέσεων

Χίλλ 3-5,
Αθήνα, ΤΚ 105 58,
Τηλ.: 210 3312325-7
Fax: 210 33.13.575
e-mail: antoniades.andreas@gmail.com

Οι απόψεις που εκφράζονται στην παρούσα έρευνα ανήκουν στον/στην συγγραφέα και δεν αντιπροσωπεύουν ή δεσμεύουν απαραίτητα το Κέντρο Διεθνούς Πολιτικής Οικονομίας ή το Ινστιτούτο Διεθνών Σχέσεων.

Προτεινόμενος τρόπος βιβλιογραφικής αναφοράς:

Ανδρέας Αντωνιάδης (2011), *Μεσοπρόθεσμο Πλαίσιο Δημοσιονομικής Στρατηγικής & Αποκρατικοποιήσεις: Η Περίπτωση της Πώλησης Μετοχών Εταιρειών Εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών*. Επίκαιρες Αναλύσεις 2, ACIPE/ΙΔΙΣ: Αθήνα.

Copyright © 2011 Ανδρέας Αντωνιάδης

Τελευταία τροποποίηση κειμένου: 08/07/2011

Βιογραφικό σημείωμα: Ο Ανδρέας Αντωνιάδης είναι Επίκουρος Καθηγητής Ευρωπαϊκής Οικονομίας στο Πάντειο Πανεπιστήμιο, Συντονιστής του Κέντρου Διεθνούς Πολιτικής Οικονομίας στο ΙΔΙΣ και Διευθυντής του Κέντρου Παγκόσμιας Πολιτικής Οικονομίας (CGPE) του Πανεπιστημίου Sussex. Ειδικεύεται στη Διεθνή και Συγκριτική Πολιτική Οικονομία. Στο παρελθόν, έχει διδάξει στα Πανεπιστήμια Essex, LSE και Sussex.

Εισαγωγή¹

Ένα από τα βασικά πλεονεκτήματα του Μεσοπρόθεσμου Πλαισίου Δημοσιονομικής Στρατηγικής (ΜΠΔΣ) είναι η ίδια η φύση του. Δηλαδή ότι αποτελεί (θα έπρεπε να αποτελεί) ουσιαστικά έναν πενταετές προϋπολογισμό, ένα πενταετές στρατηγικό σχέδιο για την οικονομική σταθεροποίηση και ανάπτυξη της χώρας. Με κατάλληλο σχεδιασμό και ανάλυση η διάρκειά του ΜΠΔΣ θα μπορούσε να αποτελέσει εγγύηση για την μέγιστη αξιοποίηση και κινητοποίηση όλων δυνάμεων και δυνατοτήτων της ελληνικής οικονομίας.

Με την παρούσα έρευνα το ΚΔΠΟ θέλησε να συνεισφέρει στο δημόσιο διάλογο για το Μεσοπρόθεσμο πρόγραμμα αποκρατικοποιήσεων και ειδικά στο σκέλος του προγράμματος που αφορά στην πώληση μετοχών εταιριών που είναι ήδη εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών (ΧΑΑ). Η πώληση μετοχών όταν οι χρηματιστηριακές αξίες βρίσκονται σε πολύ χαμηλά επίπεδα, όπως την τρέχουσα ιστορική περίοδο, είναι εξ ορισμού επιζήμια. Ωστόσο, στις περιπτώσεις που η πώληση αυτή δημιουργεί νέες αναπτυξιακές/επενδυτικές δυναμικές ή συνεισφέρει στην αποκατάσταση της αξιοπιστίας της χώρας, τότε ο απόλυτος αριθμός των εσόδων δεν αποτελεί το βασικό κριτήριο της σχετικής απόφασης. Από την άλλη πλευρά, στις περιπτώσεις που η πώληση γίνεται με αποκλειστικό κριτήριο την αύξηση των εσόδων, με στόχο την μείωση του χρέους σε απόλυτους αριθμούς, τότε η πώληση περιουσιακών στοιχείων δεν πρέπει να γίνει στη βάση πολιτικών προτεραιοτήτων ή με μόνη κατευθυντήρια αρχή την ταχύτητα των πωλήσεων, αλλά στη βάση της λειτουργίας της αγοράς με βασική αρχή τη λογική του ‘μέγιστου κέρδους’ για το Δημόσιο.

Η επίτευξη θετικού ρυθμού ανάπτυξης το 2012, βάσει των προβλέψεων του ΜΠΔΣ, θα αποτελέσει τη σημαντικότερη τόνωση που μπορεί να δοθεί στην ελληνική αγορά και λογικά θα μεταφραστεί σε ανοδική πορεία στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών. Αν αυτό είναι όντως ένα σημαντικό ενδεχόμενο, τότε η βεβαιωμένη πώληση μετοχών, που δεν γίνεται με αναπτυξιακά/επενδυτικά κριτήρια, στο τέλος του 2011, μπορεί να μην κάνει νόημα στα πλαίσια του Μεσοπρόθεσμου. Η παρούσα έρευνα αποσκοπεί στο να ρίξει φως ακριβώς σε αυτό το θέμα. Σκοπός μας δεν είναι τόσο να δώσουμε απαντήσεις. Πρωταρχικός μας στόχος είναι να παρουσιάσουμε στοιχεία που μπορεί να φανούν χρήσιμα στη λήψη των σχετικών αποφάσεων.

Πρέπει εξ’ αρχής να σημειωθεί ότι η έρευνα χρησιμοποίησε ως πλαίσιο ανάλυσής της το Μεσοπρόθεσμο πρόγραμμα. Δηλαδή θεωρήσαμε το πρόγραμμα αποκρατικοποιήσεων που περιλαμβάνεται στο Μεσοπρόθεσμο πρόγραμμα ως δέσμευση της χώρας μας. Δεν εξετάσαμε έτσι τη σκοπιμότητα των προτεινόμενων αποκρατικοποιήσεων, ούτε εκφράζουμε άποψη για την σκοπιμότητα αυτή. Άλλωστε, ειδικά αναφορικά με επιχειρήσεις κοινής ωφέλειας (όπως πχ. η ύδρευση), η διεθνής εμπειρία και βιβλιογραφία δείχνουν μάλλον προς την αντίθετη κατεύθυνση από αυτήν της ιδιωτικοποίησης.

¹ Είμαι ευγνώμων στους συναδέλφους μου Τάσο Μαστρογιάννη, Χρήστο Παπάζογλου, Δημήτρη Σιδέρη και Γιώργο Στασινόπουλο για τις παρατηρήσεις τους σε προσχέδιο της παρούσας έρευνας. Λάθη και παρανοήσεις οφείλονται αποκλειστικά στον γράφοντα.

Η διερεύνησή μας έτσι αφορά αποκλειστικά στο προτεινόμενο χρονοδιάγραμμα των αποκρατικοποιήσεων. Τι δυνατότητες θα είχε ένα διαφορετικό χρονοδιάγραμμα αποκρατικοποιήσεων, πάντα μέσα στα πλαίσια της πενταετίας 2011- 2015; Θα άξιζε η ελληνική κυβέρνηση να πάρει το ρίσκο μίας ‘αναδιάταξης’ του χρονοδιαγράμματος αυτού, ειδικά στη βάση της παραδοχής του ίδιου του Μεσοπρόθεσμου προγράμματος, ότι θα κινηθούμε σε θετικούς ρυθμούς ανάπτυξης από το 2012;

Όπως προαναφέραμε, η έρευνα εστιάζει μόνο στις αποκρατικοποιήσεις που θα πάρουν τη μορφή πώλησης μετοχών που κατέχει το ελληνικό δημόσιο σε εταιρίες που είναι ήδη εισηγμένες στο ΧΑΑ. Για το 2011 προβλέπονται οκτώ τέτοιες αποκρατικοποιήσεις:

- Οργανισμός Τηλεπικοινωνιών Ελλάδας (ΟΤΕ)
- Εταιρία Ύδρευσης & Αποχέτευσης Θεσσαλονίκης (ΕΥΑΘ)
- Οργανισμός Λιμένος Θεσσαλονίκης (ΟΛΘ)
- Οργανισμός Λιμένος Πειραιώς (ΟΛΠ)
- Ταχυδρομικό Ταμιευτήριο (ΤΤ)
- Alpha Bank
- Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος (ΕΤΕ)
- Οργανισμός Προγνωστικών Αγώνων Ποδοσφαίρου (ΟΠΑΠ),

για το 2012 έξι:

- Ελληνικά Πετρέλαια (ΕΛΠΕ)
- Τράπεζα Πειραιώς
- Αγροτική Τράπεζα της Ελλάδος (ΑΤΕ)
- Εταιρεία Ύδρευσης και Αποχέτευσης Πρωτεύουσας (ΕΥΔΑΠ)
- Δημόσια Επιχείρηση Ηλεκτρισμού (ΔΕΗ)
- ένα δεύτερο πακέτο μετοχών της ΕΥΑΘ (ο προσδιορισμός του ακριβούς ποσοστού εκκρεμεί),

για το 2013 μία:

- ένα δεύτερο πακέτο μετοχών της ΕΥΔΑΠ (ο προσδιορισμός του ακριβούς ποσοστού εκκρεμεί),

Από το σύνολο αυτό των 15 αποκρατικοποιήσεων οι 9 προβλέπεται να γίνουν μέσω της απλής πώλησης των μετοχών που κατέχει το δημόσιο [βλέπε Πίνακα 1]:

Αποκρατικοποιήσεις με τη διαδικασία Πώλησης Μετοχών:

- ΟΤΕ
- ΟΠΑΠ
- ΕΛΠΕ
- ΔΕΗ
- ΤΤ
- Alpha Bank
- ΕΤΕ
- Τράπεζα Πειραιώς
- ΑΤΕ

ενώ η πώληση των μετοχών των υπολοίπων εταιρειών θα γίνει μέσω της σύστασης Εταιρείας Ειδικού Σκοπού (ΕΕΣ):

Αποκρατικοποιήσεις μέσω σύστασης Εταιρείας Ειδικού Σκοπού:

- ΕΥΔΑΠ
- ΕΥΑΘ
- ΟΛΠ
- ΟΛΘ.

Η χρησιμοποίηση του ‘οχήματος’ της ΕΕΔ αφήνει εξ ορισμού μεγαλύτερα περιθώρια αξιοποίησης της προς αποκρατικοποίηση περιουσίας του Δημοσίου, συγκριτικά με την απλή πώληση μετοχών σε μία περίοδο πολύ χαμηλών χρηματιστηριακών αξιών. Ωστόσο, όπως είναι εμφανές στον Πίνακα 3 (βλέπε παρακάτω) ο μεγαλύτερος σε όρους χρηματικής αξίας όγκος των εν λόγω αποκρατικοποιήσεων προβλέπεται να γίνει μέσω της απλής πώλησης μετοχών.

Στην ανάλυσή μας δεν προβαίνουμε σε εκτιμήσεις ως προς το ποσοστό πώλησης και τα πιθανά έσοδα για τις αποκρατικοποιήσεις των οποίων τα ακριβή ποσοστά προς πώληση δεν έχουν ακόμη προσδιορισθεί (τα δεύτερα πακέτα μετοχών προς πώληση της ΕΥΔΑΠ και ΕΥΑΘ). Εστιάζουμε και αναλύουμε μόνο τις αποκρατικοποιήσεις στις οποίες η κυβέρνηση έχει καθορίσει, και τοιουτοτρόπως δεσμευθεί, για το ποσοστό πώλησης εκ του ποσοστού ιδιοκτησίας του Δημοσίου στις διάφορες επιχειρήσεις.

Το πρόγραμμα αποκρατικοποιήσεων που προβλέπει το ΜΠΔΣ, και εμπεριέχεται στο τέταρτο αναθεωρημένο Μνημόνιο που δημοσιεύθηκε στις 4 Ιουλίου 2011 είναι το ακόλουθο.

Πίνακας 1: Πρόγραμμα Αποκρατικοποιήσεων 2011-2015

Έτος	Όνομα	Εκτιμώμενος χρόνος	Ποσοστό του Δημοσίου	Ποσοστό προς πώληση	Είδος συναλλαγής	Πρόβλεψη Ενδιάμεσων Ενεργειών
2011	Οργανισμός Τηλεπικοινωνιών Ελλάδος (ΟΤΕ)	2ο τρίμηνο	16,0%	10,0%	Πώληση Μετοχών	
	Εταιρία Ύδρευσης Αποχέτευσης Θεσσαλονίκης	3ο τρίμηνο	74,0%	40%	Πώληση Μετοχών ΕΕΣ	
	Διεθνής Αερολιμένας Αθηνών (ΔΑΑ)	3ο τρίμηνο	100,0%	-	Επέκταση Σύμβασης	
	Οργανισμός Προγνωστικών Αγώνων Ποδοσφαίρου 1	3ο τρίμηνο	100,0%	-	Επέκταση Σύμβασης	
	Οργανισμός Προγνωστικών Αγώνων Ποδοσφαίρου 2	3ο τρίμηνο	100,0%	-	Νέες Άδειες Παίγνιων	Νέος νόμος
	Οργανισμός Λιμένος Θεσσαλονίκης	3ο τρίμηνο	74,3%	23,3%	Πώληση Μετοχών ΕΕΣ	
	Κρατικά Λαχεία	3ο τρίμηνο	100,0%	100,0%	Πώληση Μετοχών ΕΕΣ	
	Οργανισμός Λιμένος Πειραιώς	4ο τρίμηνο	74,1%	23,1%	Πώληση Μετοχών ΕΕΣ	
	Ελληνικά Αμυντικά Συστήματα (ΕΑΣ)	4ο τρίμηνο	99,8%	99,8%	Πώληση Μετοχών	
	Ταχυδρομικό Ταμιευτήριο	4ο τρίμηνο	34,0%	34,0%	Πώληση Μετοχών	
	Δημόσια Επιχείρηση Αερίου (ΔΕΠΑ)	4ο τρίμηνο	65,0%	55,0%	Πώληση Μετοχών	Διαχωρισμός Δικτύου
	Διαχειριστής Εθνικού Συστήματος Αερίου (ΔΕΣΦΑ)	4ο τρίμηνο	65,0%	31,0%	Πώληση Μετοχών	Εμπορίας
	ΤΡΑΙΝΟΣΕ	4ο τρίμηνο	100,0%	100,0%	Πώληση Μετοχών	
	ΛΑΡΚΟ	4ο τρίμηνο	55,2%	55,2%	Πώληση Μετοχών	
	Alpha Bank	4ο τρίμηνο	0,6%	0,6%	Πώληση Μετοχών	
	Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος	4ο τρίμηνο	1,2%	1,2%	Πώληση Μετοχών	
	Οργανισμός Διεξαγωγής Ιπποδρομιών Ελλάδος (ΟΔΙΕ)	4ο τρίμηνο	100,0%	100,0%	Πώληση Μετοχών	Νέος νόμος
	Άδειες Κινητής Τηλεφωνίας	4ο τρίμηνο	100,0%	100,0%	Επέκταση Σύμβασης	
	Ελληνικό Καζίνο Πάρινηθας	4ο τρίμηνο	49,0%	49,0%	Πώληση Μετοχών	
	Ελληνική Βιομηχανία Οχημάτων (ΕΛΒΟ)	4ο τρίμηνο	72,6%	72,6%	Πώληση Μετοχών	
	Οργανισμός Προγνωστικών Αγώνων Ποδοσφαίρου	4ο τρίμηνο	34,0%	34,0%	Πώληση Μετοχών	
	Ελληνικό 1	4ο τρίμηνο	100,0%	-	Πώληση Μετοχών ΕΕΣ	Ορισμός χρήσεως γης
	Τέσσερα Αεροσκάφη Airbus	4ο τρίμηνο	100,0%	100,0%	Πώληση	
	Ακίνητα 1	4ο τρίμηνο	100,0%	-	Πώληση Μετοχών ΕΕΣ	Ορισμός χρήσεως γης
2012	Διεθνής Αερολιμένας Αθηνών (ΔΑΑ)	1ο τρίμηνο	55,0%	≥ 21%	Πώληση Μετοχών ΕΕΣ	
	Ελληνικά Πετρέλαια (ΕΛΠΕ)	1ο τρίμηνο	35,5%	35,5%	Πώληση Μετοχών	Θέμα στρατ. αποθεμάτων
	Τράπεζα Πειραιώς	1ο τρίμηνο	1,3%	1,3%	Πώληση Μετοχών	
	Αγροτική Τράπεζα Ελλάδος (ΑΤΕ) ¹	1ο τρίμηνο	89,9% ¹	38,6% ¹	Πώληση Μετοχών	Θέμα εξασφαλίσεων
	Αυτοκινητόδρομος «Εγνατία Οδός»	1ο τρίμηνο	100,0%	100,0%	Πώληση Μετοχών ΕΕΣ	
	Ελληνικά Ταχυδρομεία (ΕΛΤΑ)	1ο τρίμηνο	90,0%	≥ 40%	Πώληση Μετοχών	
	Λιμάνια 1	1ο τρίμηνο	100,0%	100,0%	Πώληση Μετοχών ΕΕΣ	Ομαδοποίηση
	Εταιρία Ύδρευσης Αποχέτευσης Πρωτευούσης	2ο τρίμηνο	61,3%	27,3%	Πώληση Μετοχών ΕΕΣ	Διαχωρισμός
	Ταμείο Παρακαταθηκών και Δανείων	2ο τρίμηνο	100,0%	100,0%	Πώληση Μετοχών ΕΕΣ	
	Ακίνητα 2	2ο τρίμηνο	100,0%	100,0%	Πώληση Μετοχών ΕΕΣ	Χαρτοφυλάκιο/χρήση γης
	Δημόσια Επιχείρηση Ηλεκτρισμού (ΔΕΗ)	3ο τρίμηνο	51,0%	17,0%	Πώληση Μετοχών	Διαχωρισμός
	Ελληνικοί Αυτοκινητόδρομοι 1	3ο τρίμηνο	100,0%	100,0%	Πώληση Μετοχών ΕΕΣ	Επαναδιαπραγμάτευση
	Περιφερειακά Αεροδρόμια 1	3ο τρίμηνο	100,0%	100,0%	Πώληση Μετοχών ΕΕΣ	Μετατρ. σε ΑΕ/Ομαδοπ.
	Ελληνικό 2	4ο τρίμηνο	100,0%	-	Πώληση Μετοχών ΕΕΣ	
	Ακίνητα 3	4ο τρίμηνο	100,0%	-	Πώληση Μετοχών ΕΕΣ	Χαρτοφυλάκιο/χρήση γης
	Ψηφιακό Μέρισμα 1	4ο τρίμηνο	100,0%	100,0%	Πώληση Δικαιωμάτων	Νέος νόμος
	Εταιρία Ύδρευσης Αποχέτευσης Θεσσαλονίκης	4ο τρίμηνο	34,0%	ΠΕ ³	Πώληση Μετοχών ΕΕΣ	Ρύθμιση αγοράς
	Μεταλλευτικά Δικαιώματα 1	4ο τρίμηνο	100,0%	100,0%	Πώληση Μετοχών ΕΕΣ	Αδειοδότηση
2013	Υποθαλάσσιο κοίτασμα φυσικού αερίου «Ν. Καβάλα»	1ο τρίμηνο	100,0%	100,0%	Πώληση Μετοχών ΕΕΣ	
	Περιφερειακά Αεροδρόμια 2	2ο τρίμηνο	100,0%	100,0%	Πώληση Μετοχών ΕΕΣ	Μετατρ. σε ΑΕ/Ομαδοπ.
	Λιμάνια 2	2ο τρίμηνο	100,0%	100,0%	Πώληση Μετοχών ΕΕΣ	Μετατρ. σε ΑΕ/Ομαδοπ.
	Ακίνητα 4	3ο τρίμηνο	100,0%	100,0%	Πώληση Μετοχών ΕΕΣ	Χαρτοφυλάκιο/χρήση γης
	Μεταλλευτικά Δικαιώματα 2	3ο τρίμηνο	100,0%	100,0%	Πώληση Μετοχών ΕΕΣ	
	Ψηφιακό Μέρισμα 2	4ο τρίμηνο	100,0%	100,0%	Πώληση Δικαιωμάτων	
	Εταιρία Ύδρευσης Αποχέτευσης Πρωτευούσης	4ο τρίμηνο	34,0%	ΠΕ ³	Πώληση Μετοχών ΕΕΣ	Ρύθμιση αγοράς
	Ελληνικοί Αυτοκινητόδρομοι 2	4ο τρίμηνο	100,0%	100,0%	Πώληση Μετοχών ΕΕΣ	
2014	Ελληνικοί Αυτοκινητόδρομοι 3		100,0%	100,0%	Πώληση Μετοχών ΕΕΣ	
	Ακίνητη Περιουσία/Γη ²		100,0%	-	Πώληση Μετοχών ΕΕΣ	Χαρτοφυλάκιο/χρήση γης
2015	Ελληνικοί Αυτοκινητόδρομοι 4		100,0%	-	Πώληση Μετοχών ΕΕΣ	
	Ακίνητη Περιουσία/Γη ²		100,0%	-	Πώληση Μετοχών ΕΕΣ	Χαρτοφυλάκιο/χρήση γης

Πηγή. Ελληνική Κυβέρνηση, ΜΠΔΣ, 4^ο Αναθεωρημένο Μνημόνιο, ΑΤΕ ¹Με την αύξηση μετοχικού κεφαλαίου της Τράπεζας που έλαβε χώρα στις 7/7/2011 το ποσοστό ιδιοκτησίας του Δημοσίου αυξήθηκε από 77,3% στο 89,9% και το ποσοστό προς πώληση από 26,2% σε 38,6%. ²Ο όρος 'γη' δεν εμφανιζόταν στο αρχικό ΜΠΔΣ – προστέθηκε στον πίνακα που συμπεριλαμβάνεται στο Αναθεωρημένο Μνημόνιο. ³Ο Προσδιορισμός του ακριβούς ποσοστού Εκκρεμεί.

Τρόπος και λογική προσδιορισμού εναλλακτικών σεναρίων εσόδων

Η παρούσα άσκηση εκτίμησης διαφορετικών σεναρίων αναφορικά με τα έσοδα που μπορεί να αποκομίσει το δημόσιο από την πώληση των μετοχών που έχει στην κυριότητά του βασίζεται σε τρεις βασικές παραδοχές, κάθε μία από τις οποίες επιδρά διαφορετικά στη λογική των προτεινόμενων σεναρίων.

Παραδοχή 1. Οι προτεινόμενες στο ΜΠΔΣ αποκρατικοποιήσεις πρέπει να γίνουν ανεξάρτητα από την τρέχουσα άκρως αρνητική συγκυρία και κατάσταση της αγοράς και του χρηματιστηρίου.

Παραδοχή 2. Μέσα στα χρονικά πλαίσια του Μεσοπρόθεσμου, η κυβέρνηση σε συνεννόηση με τους εταίρους της, μπορεί να τροποποιήσει ελαφρώς το αρχικό χρονοδιάγραμμα πώλησης μετοχών, χωρίς φυσικά να αλλάζει ο χρονικός ορίζοντας του προγράμματος. Δηλαδή, αν το δημόσιο χρέος δύναται να μειωθεί περισσότερο με την πώληση μεγαλύτερου όγκου μετοχών το 2012 και 2013, αντί του προβλεπόμενου 2011 και 2012, –και αυτό είναι ένα ‘αν’ που χρήζει προσεκτικής και πολλαπλής αξιολόγησης– τότε η κυβέρνηση πρέπει να προβεί σε προσεκτική αναδιάρθρωση του χρονοδιαγράμματος αποκρατικοποιήσεων.

Παραδοχή 3. Οι προβλέψεις του Μεσοπρόθεσμου προγράμματος, τουλάχιστον σε γενικές γραμμές, θα επαληθευτούν. Άρα, η χώρα έχοντας εξασφαλίσει χρηματοδότηση μέχρι το 2015 δεν θα κηρύξει στάση πληρωμών. Επίσης, θα γυρίσει σε θετικούς ρυθμούς ανάπτυξης, οριακά το 2012, ουσιαστικά το 2013. Η παραδοχή περί επιστροφής σε θετικούς ρυθμούς ανάπτυξης είναι σημαντική ως προς τη θετική επίδρασή της στο οικονομικό κλίμα τόσο εντός όσο και εκτός Ελλάδας. Μία τέτοια εξέλιξη αναμένεται να επιδράσει θετικά και στην πορεία του ΧΑΑ.

Είναι εξίσου σημαντικό να τονισθεί ότι προσπαθήσαμε να προσαρμόσουμε τα εναλλακτικά ‘σενάρια εσόδων’ στις συνθήκες που αναμένεται να λάβει χώρα το πρόγραμμα αποκρατικοποιήσεων, δηλαδή σε μία αγορά αβεβαιότητας και πολύ χαμηλών χρηματιστηριακών αξιών. Με αυτόν τον τρόπο, τόσο η τιμή που αποτιμούμε ως ‘μέση’ όσο και οι αποτιμήσεις τιμών ως ‘καλές’ και ‘πολύ καλές’ θα μπορούσαν να χαρακτηριστούν από χαμηλές ως πολύ χαμηλές εν συγκρίσει με την πορεία των μετοχών αυτών στο παρελθόν. Σε κάθε περίπτωση η ανάλυσή μας δίνει έμφαση στα σενάρια περί ‘χαμηλών τιμών’ (σενάρια 3, 4, 5—βλέπε παρακάτω) που είναι πιο πιθανά για το 2012.

Η μεθοδολογία ανάπτυξης των εναλλακτικών σεναρίων είναι απλή. Όλες οι αναλύσεις βασίζονται σε μέσες τιμές εξαμήνου κάθε μετοχής. Συνολικά για την ανάλυση χρησιμοποιούμε βάθος 10 εξαμήνων (δηλαδή πενταετία). Για να υπολογίσουμε τις πιθανές ‘χαμηλές’ τιμές χρησιμοποιούμε δύο στρατηγικές: (i) μέσω του μέσου όρου των χειρότερων (σε όρους τιμών) εξαμήνων σε βάθος πενταετίας και (ii) μέσω του μέσου όρου των πιο πρόσφατων εξαμήνων που ο Γενικός Δείκτης του ΧΑΑ ήταν εξαιρετικά χαμηλά. Η πρώτη στρατηγική μας δίνει καλύτερα σταθμισμένη ιστορική αποτίμηση (πάντα σε εύρος πενταετίας), η δεύτερη στρατηγική μας δίνει μία πιο ακριβή εικόνα για τη δυναμική της μετοχής στο σήμερα. Αντίστοιχη στρατηγική ακολουθούμε και για τον υπολογισμό των ‘καλών’ τιμών: (i) μέσο όρο των καλύτερων (σε όρους τιμών) εξαμήνων σε βάθος πενταετίας και (ii) μέσους όρους πρόσφατων εξαμήνων που περιλαμβάνουν τις χαμηλές τιμές των δύο τελευταίων

ετών. Στην πρώτη περίπτωση έχουμε μία ιδανική, αλλά όχι εξωπραγματική τιμή, για την σημερινή κατάσταση, ενώ στη δεύτερη, αποδόσεις που θα ήταν δυνατές αν το Μεσοπρόθεσμο κυλήσει σχετικά ομαλά, μέσα στο 2011-2012. Τέλος αντιπαραθέτουμε ‘καλές’ και ‘χαμηλές’ τιμές με την σημερινή τιμή της εκάστοτε μετοχής. Δηλαδή με τα έσοδα που θα είχε το Δημόσιο αν πουλούσε τις μετοχές του σήμερα. Για λόγους ευκολίας χρησιμοποιούμε ως ‘σήμερα’ τις τιμές των μετοχών την τυχαία ημερομηνία 22 Ιουνίου 2011. Επίσης, με κάποια αυθαιρεσία, υπολογίζουμε όχι μόνο τα έσοδα με βάση τη σημερινή τιμή, αλλά και με τη σημερινή τιμή προσαυξημένη με 15%, γνωρίζοντας, ωστόσο, ότι μία τέτοια προσαύξηση, ως αποτέλεσμα διαπραγμάτευσης, δεν είναι δυνατή στις περισσότερες περιπτώσεις.

Βάσει των παραπάνω έχουμε 7 εναλλακτικά σενάρια εσόδων ως κάτωθι (Πίνακας 2).

Πίνακας 2. Σενάρια εσόδων από το πρόγραμμα αποκρατικοποιήσεων για τις εισηγμένες στο ΧΑΑ επιχειρήσεις

Σενάριο 1.	‘Τρέχουσα τιμή’. Έσοδα με βάση τη σημερινή τιμή (22/06/2011) της μετοχής. Μέση τιμή Γενικού Δείκτη του ΧΑΑ: 1281,43 μονάδες.
Σενάριο 2.	‘Προσαυξημένη Τρέχουσα Τιμή’. Έσοδα με βάση τη σημερινή τιμή της μετοχής προσαυξημένη με 15%, ως αποτέλεσμα διαπραγμάτευσης
Σενάριο 3.	‘Πάρα Πολύ Χαμηλή Τιμή’. Έσοδα με βάση τον μέσο όρο των τεσσάρων ‘χειρότερων εξαμήνων’, ως προς τη μέση τιμή κλεισίματος της μετοχής, στη διάρκεια της τελευταίας πενταετίας (Ιούλιος 2006 – Ιούνιος 2011).
Σενάριο 4.	‘Πολύ Χαμηλή Τιμή’. Έσοδα με βάση τον μέσο όρο της μέσης εξαμηνιαίας τιμής της μετοχής, στη διάρκεια της τελευταίας διετίας (Ιούλιος 2009 – Ιούνιος 2011). Κατά την διάρκεια της περιόδου αυτής, ο μέσος όρος της μέσης τιμής κλεισίματος του Γενικού Δείκτη του ΧΑΑ ήταν 1834,92 μονάδες.
Σενάριο 5.	‘Μέση Τιμή’. Έσοδα με βάση τον μέσο όρο της μέσης εξαμηνιαίας τιμής της μετοχής, στη διάρκεια της τελευταίας τετραετίας (Ιούλιος 2007 – Ιούνιος 2011). Κατά την διάρκεια της περιόδου αυτής, ο μέσος όρος της μέσης τιμής κλεισίματος του Γενικού Δείκτη του ΧΑΑ ήταν 2637,2 μονάδες.
Σενάριο 6.	‘Καλή Τιμή’. Έσοδα με βάση τον μέσο όρο της μέσης εξαμηνιαίας τιμής της μετοχής, στη διάρκεια της τελευταίας πενταετίας (Ιούλιος 2006 – Ιούνιος 2011). Κατά την διάρκεια της περιόδου αυτής, ο μέσος όρος της μέσης τιμής κλεισίματος του Γενικού Δείκτη του ΧΑΑ ήταν 2982,64 μονάδες.
Σενάριο 7.	‘Πολύ Καλή Τιμή’. Έσοδα με βάση τον μέσο όρο των τεσσάρων ‘καλύτερων εξαμήνων’, ως προς τη μέση τιμή κλεισίματος της μετοχής, στη διάρκεια της τελευταίας πενταετίας (Ιούλιος 2006 – Ιούνιος 2011).

Από τα παραπάνω σενάρια είναι προφανές ότι η ανάλυσή μας δεν ακολουθεί τις καθιερωμένες χρηματοοικονομικές θεωρίες και υποδείγματα αποτίμησης τιμής μετοχών. Ως εκ τούτου, οι τιμές που προτείνουμε δεν βασίζονται σε χρηματοοικονομική ανάλυση των οικονομικών στοιχείων των επιχειρήσεων, στα υπάρχοντα και αναμενόμενα μερίσματα, τιμή προς κέρδη ανά μετοχή, κέρδη/ζημιές και μεταβλητότητα αυτών, δανειακή κατάσταση και μόχλευση, ταμειακές ροές κτλ. Στόχος μας δεν είναι να ‘προβλέψουμε’ τιμές μετοχών. Δεν είναι να αποτιμήσουμε ποια θα είναι, πρέπει να είναι ή μπορεί να είναι η τιμή των μετοχών αυτών βάσει των οικονομικών στοιχείων των επιχειρήσεων ή βάσει μικτών αναλυτικών μοντέλων αποτίμησης που περιλαμβάνουν τέτοια στοιχεία. Στις υπάρχουσες συνθήκες αβεβαιότητας και στον χρονικό ορίζοντα της παρούσης ανάλυσης τέτοιες αναλύσεις, αν και χρήσιμες, μάλλον δεν θα αποτελούσαν καλή βάση εκτίμησης σεναρίων εσόδων. Δια αυτό το λόγο, για τη διατύπωση των ανωτέρω σεναρίων εσόδων, βασιστήκαμε περισσότερο στην πρόσφατη συμπεριφορά της χρηματιστηριακής αγοράς προς αυτές τις μετοχές πάρα στις θεωρίες αποτίμησης τιμής. Θεωρήσαμε ότι μία τέτοια προσέγγιση, αν και δεν είναι πλήρης, είναι καλύτερα τοποθετημένη για τη διατύπωση σεναρίων για τις δεδομένες συνθήκες της αγοράς/οικονομίας και τις συγκεκριμένες υπό εξέταση επιχειρήσεις.

Βάσει των ανωτέρω παραδοχών και σεναρίων ο Πίνακας 3, παρουσιάζει τα διαφορετικά εκτιμώμενα έσοδα για κάθε διαφορετικό σενάριο εσόδων.

ΠΙΝΑΚΑΣ 3: Εκτιμώμενα έσοδα από το πρόγραμμα αποκρατικοποιήσεων για τις εισηγμένες στο ΧΑΑ επιχειρήσεις[#]

	Προβλεπόμενος χρόνος αποκρατικοποίησης στο ΜΠΔΣ	Ποσοστό του Δημοσίου (μαζί με ΔΕΚΑ ΑΕ)	Ποσοστό προς Πώληση	Τρόπος αποκρατικοποίησης	Αριθμός μετοχών προς πώληση (κατά προσέγγιση)	Έσοδα αν η πώληση γινόταν στις 22/06/2011 [σε εκατ.]	Έσοδα αν η πώληση γινόταν σε τιμή με προσαύξηση 15 % [σε εκατ.]	Έσοδα με εκτιμώμενη 'παρα πολύ χαμηλή τιμή'1 [σε εκατ.]	Έσοδα με εκτιμώμενη 'πολύ χαμηλή τιμή'2 [σε εκατ.]	Έσοδα με εκτιμώμενη 'μέση τιμή'3 [σε εκατ.]	Έσοδα με εκτιμώμενη 'καλή τιμή'4 [σε εκατ.]	Έσοδα με εκτιμώμενη 'πολύ καλή τιμή'5 [σε εκατ.]
ΟΤΕ ⁶	2ο τρίμ. '11	16,0%	10,00%	ΠΜ	49	396,1	396,1	402	402	614,95	696	1044
ΕΥΑΘ	3ο τρίμ. '11	74,00%	40,00%	ΠΜ ΕΕΣ	14,5	65,25	75,05	52,93	68,15	72,14	66,55	79,75
ΟΛΘ	3ο τρίμ. '11	74,30%	23,30%	ΠΜ ΕΕΣ	2,35	32,9	37,83	29,43	31,1	41,48	41,71	57,75
ΟΛΠ	4ο τρίμ. '11	74,10%	23,10%	ΠΜ ΕΕΣ	5,77	80,78	92,89	75,99	80,78	92,82	93,99	114,94
ΤΤ	4ο τρίμ. '11	34,00%	34,00%	ΠΜ	96,84	280,83	322,95	343,78	367,99	553,2	715,65	1183,38
Alpha	4ο τρίμ. '11	0,60%	0,60%	ΠΜ	3,3	11,22	12,9	17,39	20,62	34,94	41,48	67,98
ΕΤΕ	4ο τρίμ. '11	1,20%	1,20%	ΠΜ	11,79	57,77	66,43	107,52	130,75	199,25	224,83	344,27
ΟΠΑΠ	4ο τρίμ. '11	34,00%	34,00%	ΠΜ	108,46	1106,29	1272,23	1575,38	1575,38	2047,18	2249,46	2901,3
ΕΛΠΕ	1ο τρίμ. '12	35,50%	35,50%	ΠΜ	108,43	704,79	810,51	721,06	764,43	849,82	910,81	1138,51
Παραώς ⁷	1ο τρίμ. '12	1,30%	1,30%	ΠΜ	14,86	16,34	18,79	35,66	43,84	85,26	102,98	176,39
ΑΤΕ	1ο τρίμ. '12	77,30%	26,20%	ΠΜ	237,22	296,52	341	1067,49	1162,38	1820,66	2229,87	3610,49
ΕΥΔΑΠ	2ο τρίμ. '12	61,30%	27,30%	ΠΜ ΕΕΣ	29,1	133,86	153,96	133,86	160,05	210,97	210,1	271,21
ΔΕΗ	3ο τρίμ. '12	51,00%	17,00%	ΠΜ	39,44	378,62	435,42	489,05	500,89	654,06	678,64	918,56
ΕΥΑΘ	4ο τρίμ. '12	34,00%	ΜΠ ⁸	ΠΜ ΕΕΣ								
ΓΕΝΙΚΟ ΣΥΝΟΛΟ												
Σύνολο ΠΜ						3565,17	4039,96	5051,54	5308,36	7276,73	8262,07	11908,53
Σύνολο ΠΜ ΕΕΣ						3248,48	3676,33	4759,33	4968,28	6859,32	7849,72	11384,88
						312,79	359,73	292,21	340,08	417,41	412,35	523,65

Σημειώσεις Πίνακα 3

[#] Η ανάλυση των στοιχείων δεν λαμβάνει υπόψη την αλλαγή που επήλθε στο ποσοστό ιδιοκτησίας και ποσοστό προς πώληση του Δημοσίου στην ΑΤΕ, με την αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου της τράπεζας στις 7/7/2011. Η σημαντική αύξηση του ποσοστού ιδιοκτησίας (από 77,3% σε 89,9%) και του ποσοστού προς πώληση (από 26,2% σε 38,6%) του Δημοσίου εκτιμάται ότι θα αυξήσει τα έσοδα από την πώληση μετοχών της ΑΤΕ, αλλά δεν επηρεάζει τα ευρύτερα συμπεράσματα της έρευνας.

¹ Εκτιμάται ως ο Μέσος Όρος των τεσσάρων 'χειροτέρων εξαμήνων', ως προς τη μέση τιμή κλεισίματος της μετοχής, στη διάρκεια της τελευταίας πενταετίας (Ιούλιος 2006 – Ιούνιος 2011).

² Εκτιμάται ως ο Μέσος Όρος της μέσης εξαμηνιαίας τιμής κλεισίματος της μετοχής, στη διάρκεια της τελευταίας διετίας (Ιούλιος 2009 – Ιούνιος 2011). Κατά την διάρκεια της περιόδου αυτής, ο Μέσος Όρος της μέσης τιμής κλεισίματος του Γενικού Δείκτη του ΧΑΑ ήταν 1834,92 μονάδες.

³ Εκτιμάται ως ο Μέσος Όρος της μέσης εξαμηνιαίας τιμής κλεισίματος της μετοχής, στη διάρκεια της τελευταίας τετραετίας (Ιούλιος 2007 – Ιούνιος 2011). Κατά την διάρκεια της περιόδου αυτής, ο Μέσος Όρος της μέσης τιμής κλεισίματος του Γενικού Δείκτη του ΧΑΑ ήταν 2637,2 μονάδες.

⁴ Εκτιμάται ως ο Μέσος Όρος της μέσης εξαμηνιαίας τιμής κλεισίματος της μετοχής, στη διάρκεια της τελευταίας πενταετίας (Ιούλιος 2006 – Ιούνιος 2011). Κατά την διάρκεια της περιόδου αυτής, ο Μέσος Όρος της μέσης τιμής κλεισίματος του Γενικού Δείκτη του ΧΑΑ ήταν 2982,64 μονάδες.

⁵ Εκτιμάται ως ο Μέσος Όρος των τεσσάρων 'καλύτερων εξαμήνων', ως προς τη μέση τιμή κλεισίματος της μετοχής, στη διάρκεια της τελευταίας πενταετίας (Ιούλιος 2006 – Ιούνιος 2011).

⁶ Το ελληνικό Δημόσιο ενεργοποίησε το δικαίωμα πώλησης του 10% του ΟΤΕ στην Deutsche Telekom, που προέβλεπε η αρχική συμφωνία, στις αρχές Ιουνίου 2011. Βάσει της συμφωνίας η τιμή αγοράς προσδιορίστηκε από τη μέση τιμή των 20 τελευταίων συνεδριάσεων με προσαύξηση 15%.

⁷ Ο υπολογισμός του αριθμού μετοχών προς πώληση έγινε από τον γράφοντα, και συμπεριλαμβάνει τις πρόσφατες σημαντικές αλλαγές στο μετοχικό κεφάλαιο της Τράπεζας (από 336.272.519 σε 1.143.326.564 κοινές μετοχές).

⁸ Μη Προσδιορισμένο. Το ποσοστό πώλησης του δεύτερου πακέτου μετοχών της ΕΥΑΘ δεν προσδιορίζεται στο Μεσοπρόθεσμο πρόγραμμα.

Σε όρους Γενικού Δείκτη ΧΑΑ, η πραγματοποίηση των ανωτέρω εκτιμώμενων σεναρίων εσόδων θα συνεπαγόταν:

- για την επίτευξη του Σεναρίου 4 (χαμηλή τιμή) μία αύξηση του Γενικού Δείκτη της τάξης του 43%
- για την επίτευξη του Σεναρίου 5 (μέση τιμή) μία αύξηση του Γενικού Δείκτη της τάξης του 105%
- για την επίτευξη του Σεναρίου 6 (καλή τιμή) μία αύξηση του Γενικού Δείκτη της τάξης του 130%.

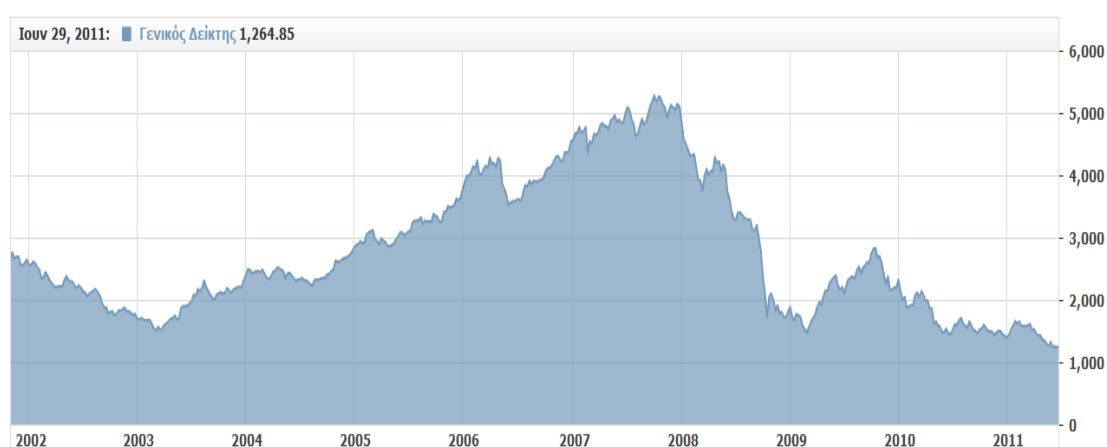
Οι τάξεις αυξήσεων του Γενικού Δείκτη που απαιτούνται, τουλάχιστον για τα Σενάρια 4 και 5, δείχνουν να είναι μέσα στις πρόσφατες ικανότητες και αυξομειώσεις του ΧΑΑ. Ο Πίνακας 4 μας δίνει τις ημερήσιες τιμές κλεισίματος του ΧΑΑ την τελευταία δεκαετία. Αν επικεντρωθούμε στην περίοδο μετά το 2008, κατά την οποία έχει εξαπλωθεί η παγκόσμια οικονομική κρίση και έχει επέλθει κάθετη πτώση του Γενικού Δείκτη του ΧΑΑ, τότε παρατηρούμε, ότι μέσα στο 2009:

- από τον Μάρτιο στον Απρίλιο ο Γενικός Δείκτης αυξήθηκε κατά 39% (διάστημα ενός μήνα)
- από τον Μάρτιο στον Μάιο αυξήθηκε κατά 61% (διάστημα τριών μηνών)
- από τον Μάρτιο στον Οκτώβριο αυξήθηκε κατά 92% (διάστημα οκτώ μηνών).

Επίσης, ακόμη και μετά το ξέσπασμα της ελληνικής κρίσης και της αποκάλυψης των διαστάσεων της ο Γενικός Δείκτης γνώρισε αυξομειώσεις της τάξης του 20-25% (για παράδειγμα αύξηση 23% μεταξύ των αρχών Ιανουαρίου και μέσων Φεβρουαρίου 2011).

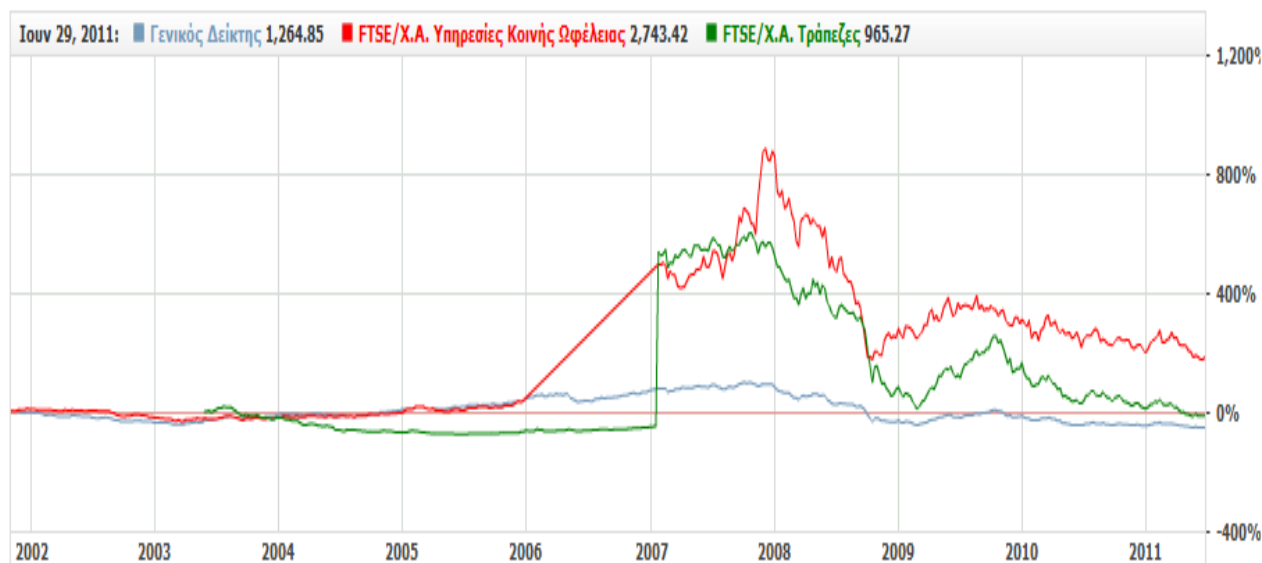
Πρέπει επίσης να σημειωθεί ότι η τιμή κλεισίματος του Γενικού Δείκτη δεν αποτελεί κατ' ανάγκη καλό οδηγό για την κατανόηση της δυναμικής των υπό εξέταση εδώ μετοχών. Για παράδειγμα η εξέλιξη τόσο του 'δείκτη τραπεζών' όσο και αυτού των 'υπηρεσιών κοινής ωφέλειας' αποκλίνουν σημαντικά από την εξέλιξη του Γενικού Δείκτη (βλέπε Πίνακα 5). Στο πλαίσιο της έρευνας αυτής, το μέγεθος του Γενικού Δείκτη είναι χρήσιμο κυρίως ως απεικόνιση της ψυχολογίας που επικρατεί στο ΧΑΑ.

Πίνακας 4: Ημερήσια τιμή κλεισίματος ΧΑΑ



Πηγή: Stockwatch

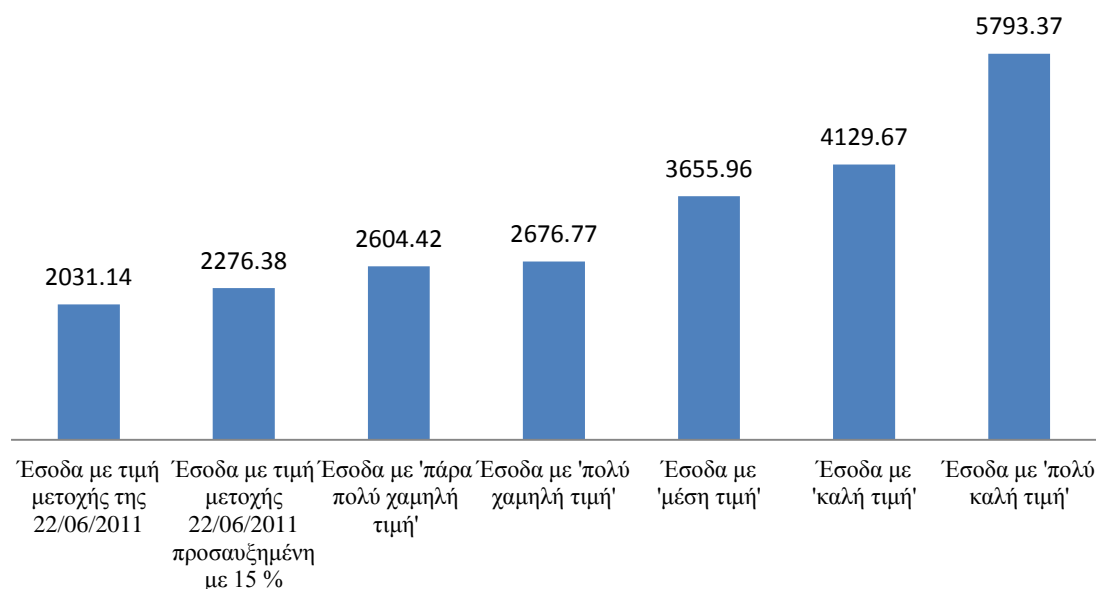
Πίνακας 5: Σύγκριση Γενικού Δείκτη ΧΑΑ με δείκτες FTSE/X.A. Υπηρεσίες Κοινής Ωφέλειας και FTSE/X.A. Τράπεζες



Πηγή: Stockwatch

Ο Πίνακας 6 καταδεικνύει τα δυνάμει οφέλη μίας πιθανής, ‘συμπεφωνημένης’ με τους εταίρους μας, αναδιάταξης του χρονοδιαγράμματος αποκρατικοποιήσεων. Για παράδειγμα, αν η Ελλάδα πουλούσε σήμερα, στις τρέχουσες τιμές (Σενάριο 1), όλες τις μετοχές εισηγμένων επιχειρήσεων που προβλέπεται στο ΜΠΔΣ να πουληθούν μέσα στο 2011 θα έπαιρνε περίπου €2 δις. Οι τρέχουσες τιμές ωστόσο είναι εμφανώς κατώτερες και από την ‘πάρα πολύ χαμηλή’ τιμή του Σεναρίου 3 και από την ‘πολύ χαμηλή τιμή’ του Σεναρίου 4. Συγκεκριμένα, αν με διαφορετική διαχείριση του χρόνου επιτυγχανόταν η τιμή του Σεναρίου 3 (δηλαδή η αμέσως χαμηλότερη τιμή μετά την τρέχουσα), τότε τα έσοδα θα ήταν αυξημένα κατά 28,2% (€573 εκατ.), ενώ αν μετά από 6-12 μήνες έχουν υπάρξει θετικά στοιχεία για την κατάσταση της ελληνικής οικονομίας και υπάρχει άνοδος στο ΧΑΑ, τότε με τη ‘μέση τιμή’ του Σεναρίου 5 η αύξηση στα έσοδα θα ήταν της τάξης του 80% (€1,62 δις).

Πίνακας 6. Διαφορετικές εκτιμήσεις για τα έσοδα από τις αποκρατικοποιήσεις εταιρειών εισηγμένων στο ΧΑΑ. Σύνολο προγραμματισμένων αποκρατικοποιήσεων για το 2011 [σε εκατ. ευρώ]

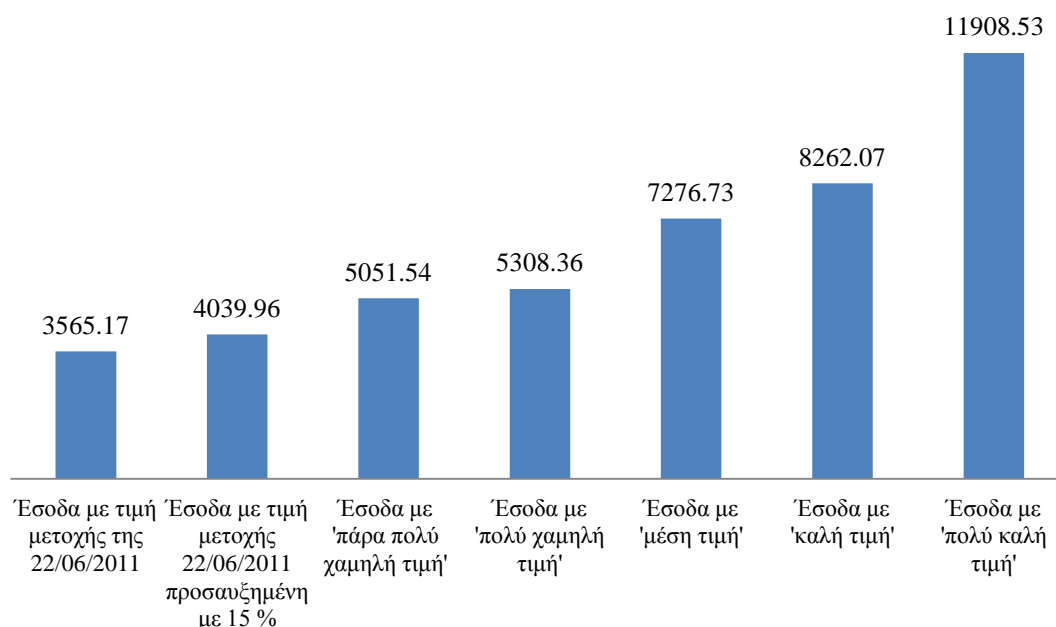


Είναι ωστόσο καλύτερα να εξετάσουμε τα διαφορετικά σενάρια εσόδων, στο σύνολο των προβλεπομένων αποκρατικοποιήσεων (με τη μορφή της πώλησης μετοχών εισηγμένων στο ΧΑΑ επιχειρήσεων) για την περίοδο 2011-2015. Με εξαίρεση ένα δεύτερο πακέτο μετοχών της ΕΥΔΑΠ που προβλέπεται να πουληθεί στα τέλη του 2013, όλες οι άλλες μετοχές προβλέπεται να πουληθούν μέχρι το τέλος του 2012. Η μεγάλη πλειοψηφία δε των μετοχών αυτών αναμένεται να πουληθεί στο υπόλοιπο του 2011 και το πρώτο τρίμηνο του 2012 (βλέπε Πίνακα 1). Δεδομένης της τρέχουσας αρνητικής θέσης του χρηματιστηρίου από τη μία πλευρά, και των θετικών ρυθμών ανάπτυξης που αναμένονται το 2012 και 2013 από την άλλη πλευρά, η λογική του χρονοδιαγράμματος πώλησης δεν φαίνεται να είναι καθαρή, ειδικά αφού βασικός στόχος είναι η όσο το δυνατόν μεγαλύτερη μείωση του χρέους.

Στον Πίνακα 7 βλέπουμε ξανά ότι σε τρέχουσες τιμές η Κυβέρνηση από το σύνολο των συγκεκριμένων αποκρατικοποιήσεων θα εισέπραττε περίπου €3,5 δις. Στην

‘καλή τιμή’ του Σεναρίου 6 το ποσό αυτό υπερδιπλασιάζετε στα €8,2 δις (σε καλύτερους δε καιρούς το ποσό θα μπορούσε να φτάσει τα €11,8 δις! – Σενάριο 7). Ωστόσο και στη ‘μέση τιμή’ του Σεναρίου 5 το κέρδος θα ήταν €3,6 δις επιπλέον, δηλαδή περισσότερο από το διπλάσιο των εσόδων από την τρέχουσα τιμή. Ακόμη και στην ‘πάρα πολύ χαμηλή τιμή’ του Σεναρίου 3, η αύξηση των εσόδων θα ήταν της τάξης του 42% (€1,48 δις επιπλέον). Είναι προφανές ότι όλα τα εναλλακτικά σενάρια είναι αξιοσημείωτα καλύτερα του Σεναρίου 1 της τρέχουσας τιμής.

Πίνακας 7: Διαφορετικές εκτιμήσεις για τα έσοδα από τις αποκρατικοποιήσεις εταιρειών εισηγμένων στο ΧΑΑ. Σύνολο προγραμματισμένων αποκρατικοποιήσεων για την περίοδο 2011-2012 [σε εκατ. ευρώ]



Τα παραπάνω στοιχεία καταδεικνύουν ότι μία αύξηση των εσόδων κατά 40 (σενάριο 3/πάρα πολύ χαμηλή τιμή) με 50% (σενάριο 4/πολύ χαμηλή τιμή), αν όχι 100% (σενάριο 5/μέση τιμή), από το συγκεκριμένο πακέτο αποκρατικοποιήσεων, είναι αρκετά πιθανή με βάση τις παραδοχές του ΜΠΔΣ, αλλά με ελαφρώς διαφορετικό, από το οριζόμενο, χρονοδιάγραμμα εκτέλεσής τους. Η διαπίστωση αυτή δεν αμφισβητεί την αναγκαιότητα και το επείγον της εκτέλεσης του προγράμματος των αποκρατικοποιήσεων. Απλά μας λέει ότι από πλευράς εσόδων θα ήταν καλύτερα η πώληση μετοχών να γίνει όταν η χώρα έχει επιστρέψει (ή εμφανώς επιστρέφει) σε ρυθμούς ανάπτυξης (δηλαδή 2012/13), πάρα βεβαιωμένα στο υπόλοιπο του 2011.

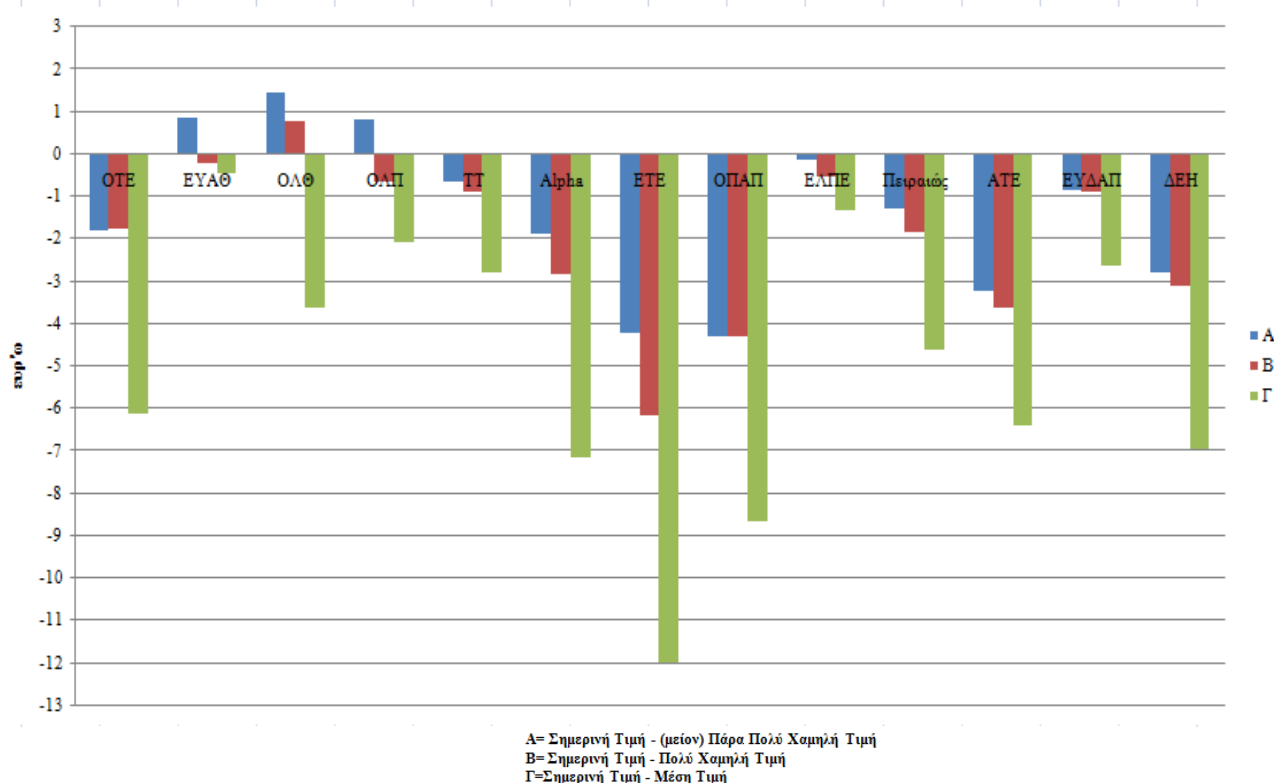
Πρέπει να αναγνωρισθεί ωστόσο ότι υπάρχει τεράστια πίεση για άμεση εκτέλεση του συγκεκριμένου προγράμματος αποκρατικοποιήσεων στην υφιστάμενή του μορφή. Εν πολλοίς, η εκτέλεση αυτή αναμένεται από το εξωτερικό ως η πλέον αξιόπιστη απόδειξη ότι η Ελλάδα είναι αποφασισμένη, θέλει και μπορεί να τα καταφέρει να βγει από αυτήν την πρωτοφανή κρίση. Η εκτέλεση του υφιστάμενου προγράμματος αποτελεί δέσμευση της Κυβέρνησης της χώρας προς τους εταίρους της και έχει συνδεθεί με την επανάκτηση της αξιοπιστίας της χώρας. Στα πλαίσια αυτά οποιαδήποτε καθυστέρηση θα μπορούσε να έχει πολλαπλάσια αρνητικά

αποτελέσματα για την χώρα και την οικονομίας της, εν συγκρίσει με τα οφέλη σε όρους υψηλότερων εσόδων. Για το λόγο αυτό οι όποιες αλλαγές θα πρέπει να γίνουν ‘συμπεφωνημένα’, δηλαδή σε άμεση συνεννόηση με τους ευρωπαίους εταίρους της Ελλάδας. Επίσης, δεδομένων των συνθηκών, θα πρέπει να δοθεί ιδιαίτερη έμφαση στις δυνατότητες αναδιάρταξης και όχι συνολικής καθυστέρησης του προγράμματος των αποκρατικοποιήσεων. Θα πρέπει δηλαδή να εξετασθεί σε βάθος –αν δεν έχει ήδη γίνει– αν υπάρχουν διαφορές ανάμεσα στις μετοχές των εταιριών προς αποκρατικοποίηση και την αναμενόμενη πορεία τους στους επόμενους δώδεκα μήνες.

Τοιουτοτρόπως πέρα από τις παραπάνω εκτιμήσεις που βασίζονται σε *συγκεντρωτικά* στοιχεία, θα ήταν σημαντικό να δούμε τη διαφορετική θέση και δυναμική της κάθε υπό εξέτασης μετοχής. Καλύτερη εικόνα για τη τρέχουσα θέση και τιμή της κάθε μετοχής είναι όντως σημαντική προϋπόθεση για οποιαδήποτε προσπάθεια αναδιάρταξης του χρονοδιαγράμματος των συγκεκριμένων αποκρατικοποιήσεων.

Ο Πίνακας 8 μας δίνει μία πιο ακριβή εικόνα για την τρέχουσα τιμή κάθε μετοχής, σε σχέση με τις τιμές που ορίζουμε και αποτιμούμε παραπάνω ως ‘Πάρα Πολύ Χαμηλή Τιμή’, ‘Χαμηλή Τιμή’ και ‘Μέση Τιμή’. Σε κάθε στήλη του Πίνακα 8 αφαιρούμε την τρέχουσα τιμή με την τιμή που μας ενδιαφέρει. Αν το αποτέλεσμα είναι θετικό ή οριακά αρνητικό, αυτό σημαίνει ότι η τρέχουσα τιμή είναι σχετικά συμφέρουσα με την τιμή που κανείς μπορεί να προσδοκά στο άμεσο μέλλον (επόμενοι 8-18 μήνες). Όσο πιο αρνητικό είναι το αποτέλεσμα, τόσο λιγότερο συμφέρουσα η άμεση πώληση των αντίστοιχων μετοχών. Αυτό ισχύει ακόμη περισσότερο για τις στήλες ‘Α’ και ‘Β’ που αναφέρονται σε τιμές οι οποίες έχουν επιτευχθεί σε συνθήκες όχι πολύ διαφορετικές από τις σημερινές.

Πίνακας 8: Διαφορά της τρέχουσας τιμής μετοχής με τις τιμές μετοχών που χρησιμοποιούνται στα διαφορετικά σενάρια εσόδων [σε ευρώ]

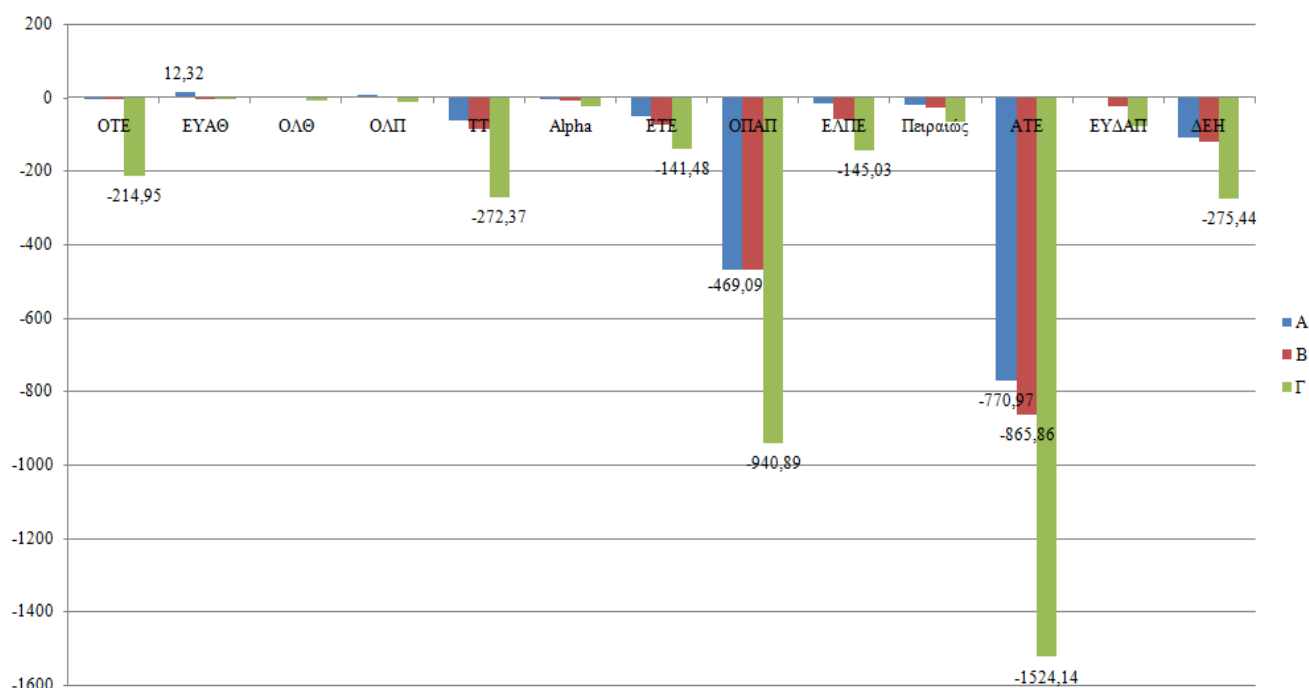


Από τον Πίνακα 8 είναι φανερό ότι ενώ όλες οι μετοχές έχουν επηρεαστεί σημαντικά από την κρίση, ο βαθμός επιρροής διαφέρει. Συγκεκριμένα, οι μετοχές ΕΥΑΘ, ΟΛΘ, ΟΛΠ, ΕΛΠΕ και εν μέρει ΤΤ και ΕΥΔΑΠ δείχνουν να μη βρίσκονται στη χειρότερη στιγμή σε σχέση με το άμεσο παρελθόν. Η τρέχουσα τιμή των μετοχών του ΟΛΘ είναι πάνω από το μέσο όρο των τεσσάρων χειρότερων εξαμήνων της τελευταίας τετραετίας (‘πάρα πολύ χαμηλή τιμή’) αλλά και από το μέσο όρο διετίας (‘πολύ χαμηλή τιμή’). Ωστόσο, η πιθανή απώλεια εσόδων σε σχέση με τη ‘μέση τιμή’ δείχνει προβληματική. Οι μετοχές της ΕΥΑΘ και του ΟΛΠ είναι πάνω από το μέσο όρο των τεσσάρων χειρότερων εξαμήνων της τελευταίας τετραετίας, και η πιθανή απώλεια εσόδων σε σχέση με τη μέση τιμή δείχνει αποδεκτή. Παρόμοια εικόνα χαρακτηρίζει και τις μετοχές της ΕΛΠΕ, που παρόλο ότι η τρέχουσα τιμή είναι χαμηλότερη συγκριτικά με τις υπόλοιπες τιμές που χρησιμοποιούμε στην ανάλυσή μας, η διαφορά μεταξύ των τιμών αυτών και της τρέχουσας δεν είναι σημαντική για τη δεδομένη ιστορική συγκυρία. Οι απώλειες από τις τρέχουσες τιμές των μετοχών του ΤΤ και της ΕΥΔΑΠ φαίνεται επίσης να είναι συγκριτικά μικρότερες εν συγκρίσει με άλλες μετοχές, και το ίδιο φαίνεται να ισχύει και για την Τράπεζα Πειραιώς. Αντίστροφα, ως προς τη τιμή ανά μετοχή, φαίνεται να είναι εξαιρετικά επιζήμια η πώληση μετοχών της ΕΤΕ, του ΟΠΑΠ και της ΑΤΕ. Το ίδιο σε ελαφρώς μικρότερο βαθμό ισχύει για την ΔΕΗ, την Alpha Bank, και τον ΟΤΕ (το πρόγραμμα αποκρατικοποίησης του οποίου έχει ωστόσο ολοκληρωθεί προς το παρόν, μετά την πώληση του 10% στην Deutsche Telekom, τον Ιούνιο 2011).

Φυσικά, η ‘τιμή μετοχής’ δεν πρέπει να αποτελεί τη μοναδική μεταβλητή σε μία πιθανή αναδιάταξη του χρονοδιαγράμματος του προγράμματος αποκρατικοποιήσεων. Παράγοντες όπως η αναπτυξιακή επίδραση που δύνανται να έχουν συγκεκριμένες αποκρατικοποιήσεις στο σύνολο της οικονομίας θα έπρεπε επίσης να διαδραματίζουν σημαντικό ρόλο στις όποιες αποφάσεις. Για παράδειγμα η αξιοποίηση του ΟΛΠ και ΟΛΘ αποτελεί και πρέπει να αποτελεί μέρος της ευρύτερης στρατηγικής για την ενδυνάμωση της θέσης της Ελλάδας ως κόμβου διεθνών μεταφορών και μπορεί και πρέπει να επιδιωχθεί να έχει σημαντικό αναπτυξιακό αντίκτυπο στο σύνολο της οικονομίας. Από την άλλη πλευρά, η απλή πώληση μετοχών τραπεζών σε πάρα πολύ χαμηλές τιμές ή η μετατροπή δημόσιων μονοπωλίων σε ιδιωτικά, χωρίς στρατηγικό σχεδιασμό και διασφάλιση συνθηκών αγοράς, μπορεί να επιδεινώσει παρά να συνδράμει στη βελτίωση των αναπτυξιακών προοπτικών και του επενδυτικού κλίματος στη χώρα μας.

Σημαντικό επίσης είναι να φύγουμε από την ‘τιμή της μετοχής’ και να ξαναστραφούμε στο θέμα των πιθανών εσόδων. Μέσα από το πρίσμα αυτό μπορούμε να δούμε ποιοι από τους υπό αποκρατικοποίηση οργανισμούς θα μπορούσαν να κάνουν ουσιαστική διαφορά στα έσοδα του δημοσίου, αν η πώληση των μετοχών που κατέχει το Δημόσιο γινόταν σε πιο ευνοϊκή συγκυρία. Ο Πίνακας 9 είναι ενδεικτικός ως προς αυτό.

Πίνακας 9: Διαφορετικά σενάρια εσόδων από πώληση μετοχών, ανά εταιρεία [σε εκατ. ευρώ]



Α = Διαφορά εσόδων αν η πώληση μετοχών γίνει με την τρέχουσα τιμή σε σχέση με την 'Πάρα Πολύ Χαμηλή Τιμή'
Β = Διαφορά εσόδων αν η πώληση μετοχών γίνει με την τρέχουσα τιμή σε σχέση με την 'Πολύ Χαμηλή Τιμή'
Γ = Διαφορά εσόδων αν η πώληση μετοχών γίνει με την τρέχουσα τιμή σε σχέση με την 'Μέση Τιμή'

Το βασικό συμπεράσματα το οποίο αντλούμε από τον Πίνακα 9 είναι ότι η πώληση της ΑΤΕ και του ΟΠΑΠ με τρέχουσες τιμές στην παρούσα συγκυρία είναι εξαιρετικά ζημιογόνα. Σε τρέχουσες τιμές η πώληση των μετοχών των δύο αυτών οργανισμών θα οδηγούσε σε έσοδα €1,4 δις. Ωστόσο με ελαφρώς καλύτερη διαχείριση του χρόνου, η πώληση των μετοχών αυτών θα μπορούσε πιθανά να αποφέρει περίπου €2,6 δις (αύξηση εσόδων 86%). Βέβαια η περίπτωση της ΑΤΕ είναι διαφορετική από του ΟΠΑΠ, καθώς η διαχείριση της ΑΤΕ υπόκειται στην ευρύτερη διαχείριση, από πλευράς Δημοσίου, των εξελίξεων στο ελληνικό τραπεζικό σύστημα. Τέλος, σε μικρότερο βαθμό, καλύτερη διαχείριση του χρονοδιαγράμματος θα μπορούσε να βελτιώσει τα έσοδα στις περιπτώσεις της ΔΕΗ, ΤΤ, και ΕΤΕ. Η πώληση των μετοχών των εταιριών αυτών στην τρέχουσα τιμή θα απέφερε €717,22 εκατ., ενώ με την εκτιμώμενη ως 'μέση τιμή' €1,4 δις. (αύξηση εσόδων 91,5%).

Ένα ακόμη σημαντικό στοιχείο/κριτήριο για οποιαδήποτε προσπάθεια αναδιάταξης του χρονοδιαγράμματος των αποκρατικοποιήσεων είναι η οικονομική κατάσταση των υπό αποκρατικοποίηση οργανισμών. Στο βαθμό που επιβαρύνουν το Δημόσιο προϋπολογισμό τότε η ζημιά σε επίπεδο εσόδων από την άμεση πώληση των μετοχών μπορεί να εξισορροπείται από την μείωση των δαπανών στον προϋπολογισμό. Στον Πίνακα 10 συγκεντρώνουμε ενδεικτικά στοιχεία οικονομικής κατάστασης για τα δύο τελευταία έτη των υπό εξέταση εταιριών.

Πίνακας 10: Στοιχεία Οικονομικής Κατάστασης Εισηγμένων στο ΧΑΑ Εταιρειών προς Αποκρατικοποίηση [σε εκατ. ευρώ]

	Κέρδη/Ζημιές προ Φόρων		Κέρδη/Ζημιές μετά Φόρων	
	2010	2009	2010	2009
ΔΕΗ (όμιλος)	740,7	993,1	557,9	693,3
ΔΕΗ (εταιρεία)	726,1	989	546,5	690,7
ΟΤΕ (όμιλος)	99,9	790	-139	407,6
ΟΤΕ (εταιρεία)	152,4	420,3	60,9	283,6
ΕΥΔΑΠ	29,8	18	11,3	5,8
ΕΥΑΘ (όμιλος)	20,9	22,1	12,4	14,4
ΕΥΑΘ (εταιρεία)	20,9	22	12,4	14,3
ΟΛΘ	9,3	6,5	6,1	4,5
ΟΛΠ	11,23	-38,3	7	-33,5
ΕΛΠΕ (όμιλος)	298,7	242,4	187,4	176,2
ΕΛΠΕ (εταιρεία)	247,7	219	153,9	162,5
ΤΤ (όμιλος)	7,6	46,7	-32,9	22,6
ΤΤ (τράπεζα)	-5,3	40,8	-42,1	20
Alpha Bank (όμιλος)	216,4	501,8	86	349,1
Alpha Bank (τράπεζα)	45,7	567,7	-56,3	428,6
ΕΤΕ (όμιλος)	637,6	1252	440,4	963,3
ΕΤΕ (τράπεζα)	-333,6	403,6	-360,8	225
ΟΠΑΠ (όμιλος)	889,5	946,9	575,8	593,8
ΟΠΑΠ (εταιρεία)	893,2	938,9	579,1	587
Πειραιώς (όμιλος)	10,7	286,6	-21,2	201,7
Πειραιώς (τράπεζα)	5,4	200,8	-3,6	145,9
ΑΤΕ (όμιλος)	-394,2	-483,2	-440,6	-455,2
ΑΤΕ (τράπεζα)	-385	-470,5	-417,4	-435

Πηγή: Δημοσιευμένοι ετήσιοι ισολογισμοί των εταιρειών

Πρέπει να υπογραμμισθεί ότι τα ανωτέρω στοιχεία είναι απλά ενδεικτικά, και δεν επιτρέπουν μία συνολική αξιολόγηση των εταιρειών. Δεν έχουμε για παράδειγμα στοιχεία δανειακών υποχρεώσεων, μόχλευσης, διακύμανσης των ταμειακών διαθεσίμων, επενδυτικών δραστηριοτήτων. Ούτε υπολογίζουμε τα έσοδα του Δημοσίου από μερίσματα. Κρατώντας τις επιφυλάξεις αυτές, και με δεδομένο ότι τα κέρδη/ζημιές χρήσης αποτελούν, πάραυτα, ένα σημαντικό στοιχείο για την κατάσταση κάθε επιχείρησης, μπορούμε να συμπεράνουμε ότι τα στοιχεία του Πίνακα 10 δεν δείχνουν να επηρεάζουν σημαντικά την εικόνα και τη λογική του πακέτου αποκρατικοποιήσεων που εξετάζουμε, όπως αυτή έχει διαμορφωθεί ως τώρα. Η μόνη σημαντικά προβληματική περίπτωση είναι αυτή της ΑΤΕ, που όμως, όπως αναφέραμε και πιο πάνω, η αντιμετώπιση της εντάσσεται εξ ορισμού στις ευρύτερες διεργασίες που αφορούν το ελληνικό τραπεζικό σύστημα.

Συμπεράσματα

Η παρούσα συνοπτική έρευνα δεν προσφέρεται για *à la carte* ή επιλεκτική ανάγνωση. Κάθε παράγραφος αποτελεί αναπόσπαστο μέρος της ανάλυσης και η ανάλυση δεν είναι πλήρης χωρίς όλα της τα μέρη. Επίσης, δεδομένης της κρισιμότητας της κατάστασης, των πολλών εσωτερικών και εξωτερικών μεταβλητών και παραγόντων που εμπλέκονται και της ταχύτητας με την οποία αλλάζουν τα εσωτερικά, ευρωπαϊκά και διεθνή δεδομένα της κρίσης, οποιαδήποτε εύκολα ή βεβιασμένα συμπεράσματα θα ήταν προβληματικά.

Το βασικό συμπέρασμα της έρευνας: υπάρχουν αρκετά στοιχεία που καταδεικνύουν ότι υπάρχει περιθώριο για μία αναδιάρθρωση του χρονοδιαγράμματος των αποκρατικοποιήσεων, επ' ωφελεία του Δημοσίου, πάντα μέσα στα πλαίσια του ΜΠΔΣ και χωρίς αυτή η αναδιάρθρωση να συνεπάγεται απόκλιση από τους προσδιορισμένους στόχους εσόδων. Εκτιμάται ότι μία χρονική αναδιάρθρωση των προγραμματιζόμενων αποκρατικοποιήσεων (πάντα αναφορικά με τις εισηγμένες στο ΧΑΑ επιχειρήσεις) μπορεί να αυξήσει σημαντικά (από 40 μέχρι 100%) τη θετική επίδραση των αποκρατικοποιήσεων αυτών στο βασικό στόχο του προγράμματος που είναι η μείωση του δημοσίου χρέους. Συμπερασματικά, οι αρμόδιες οικονομικές υπηρεσίες και η κυβέρνηση της χώρας θα πρέπει να εξετάσουν συστηματικά το περιθώριο και τις δυνατότητες μίας τέτοιας αναδιάρθρωσης.

Ωστόσο, η παρούσα έρευνα εξαντλεί την ανάλυσή της στο πακέτο αποκρατικοποιήσεων που αφορά τις εισηγμένες στο ΧΑΑ επιχειρήσεις. Οποιαδήποτε όμως απόφαση σχετικά με την πώληση και αξιοποίηση της Δημόσιας περιουσίας θα πρέπει να λάβει υπόψη της το σύνολο των υπό αποκρατικοποίηση περιουσιακών στοιχείων του Δημοσίου. Ως εκ τούτου, η παρούσα έρευνα και τα συμπεράσματά της αποτελούν μόνο ένα κομμάτι του πάζλ του προγράμματος των αποκρατικοποιήσεων που θα πρέπει να τοποθετηθεί και αναλυθεί εν συναρτήσεϊ του συνόλου του προγράμματος. Οποιαδήποτε γενικεύσεις χωρίς την πλήρη αυτή εικόνα είναι επισφαλείς. Σε κάθε περίπτωση, ωστόσο, μιλάμε για ένα κομμάτι του πάζλ τρέχουσας χρηματοπιστηριακής αξίας περίπου €3,5 δις, το οποίο με αναδιάρθρωση θα μπορούσε ίσως να φτάσει τα €5-7 δις, ενώ με μία μεγαλύτερη χρονική ανάσα και βελτίωση των οικονομικών συνθηκών, θα μπορούσε ίσως να φτάσει περίπου τα €10-12 δις (ίσως όχι σε ορίζοντα μικρότερο της τριετίας – αλλά πάντα μέσα στα χρονικά πλαίσια του ΜΠΔΣ). Να υπενθυμιστεί ότι τα ποσά αυτά δεν περιλαμβάνουν το δεύτερο πακέτο μετοχών προς πώληση της ΕΥΑΘ (το 2012) και της ΕΥΔΑΠ (το 2013), για τα οποία δεν έχει ακόμη προσδιορισθεί/ανακοινωθεί το ακριβές ποσοστό προς πώληση. Επίσης δεν λαμβάνουν υπόψη τους την πρόσφατη μεταβολή στο ποσοστό ιδιοκτησίας του Δημοσίου και ποσοστό προς πώληση της ΑΤΕ (βλέπε παραπάνω).

Αξίζει να υπογραμμιστεί ότι δώσαμε έμφαση στα σενάρια 'χαμηλής τιμής' (παρότι παρουσιάζουμε στοιχεία δεν ασχολούμαστε με τα σενάρια 'καλής τιμής'). Είναι γεγονός ότι αν είχαμε επιτρέψει για μία μεγαλύτερη αύξηση στα χρονικά περιθώρια της αναδιάρθρωσης (πάντα μέσα στα πλαίσια του ΜΠΔΣ) τότε η επίδραση του συγκεκριμένου πακέτου αποκρατικοποιήσεων στη μείωση του χρέους θα ήταν πολύ πιο αισθητή. Εν πολλοίς δουλέψαμε με την παραδοχή της ολοκλήρωσης των συγκεκριμένων αποκρατικοποιήσεων μέσα στο 2012 (όπως προβλέπεται στο υφιστάμενο χρονοδιάγραμμα) και εκτιμήσαμε ότι μία αναδιάρθρωση στο

χρονοδιάγραμμα θα μπορούσε να επιφέρει βελτιώσεις της τάξης του 40 με 100% στα έσοδα. Αν ο ορίζοντας αυτός εκτεινόταν στο 2013-2014, αν δηλαδή συνδυαζόταν μία αναδιάταξη με μία μικρή καθυστέρηση του προγράμματος αποκρατικοποιήσεων (στο σκέλος που δεν επηρεάζει την ανάπτυξη), τότε οι βελτιώσεις στα έσοδα θα μπορούσαν να είναι της τάξης του 300%. Ωστόσο, υπό τις παρούσες συνθήκες αυτό το σενάριο είναι απίθανο και δια αυτό δεν το αναλύουμε περαιτέρω.

Η παρούσα έρευνα βασίζεται στην παραδοχή του ΜΠΔΣ και του Μνημονίου ότι η κατάσταση της ελληνικής οικονομίας σταδιακά θα εξομαλυνθεί και η Ελλάδα, μετά από μία συρρίκνωση της οικονομίας της κατά περίπου 10 ποσοστιαίες μονάδες, θα γυρίσει σε θετικούς ρυθμούς ανάπτυξης το 2012. Βάσει των τελευταίων εκτιμήσεων που περιλαμβάνονται στο 4^ο αναθεωρημένο μνημόνιο, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή και ο ΟΟΣΑ προβλέπουν ότι το Ελληνικό ΑΕΠ θα αυξηθεί μέσα το 2012 κατά 0,6% ενώ αντίστοιχες εκτιμήσεις από τον ιδιωτικό τομέα που αναφέρονται μέσα στο αναθεωρημένο μνημόνιο προβλέπουν αύξηση της τάξης του 0,2%. Κανείς ωστόσο δεν μπορεί να αποκλείσει ένα κακό ή καταστροφικό σενάριο στο οποίο η κατάσταση της ελληνικής οικονομίας, αντί να βελτιωθεί, χειροτερεύει και οι χρηματιστηριακές αξίες, αντί να ανέβουν, καταρρακώνονται ακόμη περισσότερο. Εκτιμούμε ωστόσο ότι το ρίσκο και το κόστος από μία μαζική πώληση μετοχών σήμερα, χωρίς εκμετάλλευση των όποιων, έστω μικρών, περιθωρίων αναδιάταξης, είναι πολύ μεγαλύτερο από αυτό του 'κακού σεναρίου'.

Τέλος, και ίσως σημαντικότερο από όλα, με το 4^ο αναθεωρημένο μνημόνιο συντελείται μία σημαντική αλλαγή της μέχρι τώρα κατάστασης και πολιτικής σχετικά με τις αποκρατικοποιήσεις (αλλαγή που αφορά στο σύνολο των αποκρατικοποιήσεων και όχι μόνο τις εισηγμένες εταιρείες). Το αναθεωρημένο αυτό μνημόνιο ορίζει τα προβλεπόμενα στο μνημόνιο σωρευτικά έσοδα από τις αποκρατικοποιήσεις (Πίνακας 11) ως νέο Ποσοτικό Κριτήριο Απόδοσης (ΠΚΑ) (Quantitative Performance Criterion - QPC) για το ελληνικό πρόγραμμα στήριξης. Προβλέπει δε ότι όποτε υπάρχουν αποκλίσεις από τους στόχους, θα τροποποιείται το χρονοδιάγραμμα με βασικό στόχο την επίτευξη του σωρευτικού στόχου εσόδων (Μνημόνιο, σελίδα 13, αγγλικό κείμενο).

**Πίνακας 11: Προβλεπόμενα Έσοδα
Αποκρατικοποιήσεων [σε εκατ. ευρώ]**

Έτος	Ποσό
2011 / 2ο Τρίμηνο	400
2011 / 3ο Τρίμηνο	1700
2011 / 4ο Τρίμηνο	5000
2012 / 1ο Τρίμηνο	7000
2012 / 2ο Τρίμηνο	9000
2012 / 3ο Τρίμηνο	11000
2012 / 4ο Τρίμηνο	15000
2013 / 1ο Τρίμηνο	17000
2013 / 2ο Τρίμηνο	18000
2013 / 3ο Τρίμηνο	20000
2013 / 4ο Τρίμηνο	22000
2014	35000

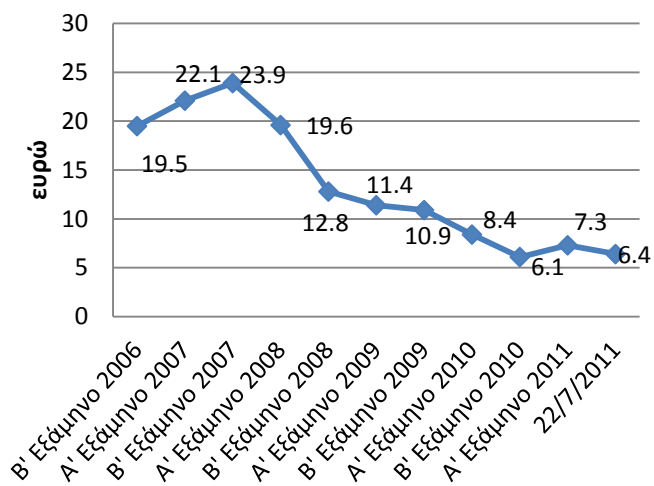
Πηγή: 4^ο Αναθεωρημένο Μνημόνιο

Αυτό αποτελεί τεράστια αλλαγή στην μέχρι τώρα κατάσταση και τη χειρότερη δυνατή εξέλιξη για τη χώρα και τη δυνατότητα χάραξης, υποτυπώδους έστω, στρατηγικής αποκρατικοποιήσεων. Δεν αποτελεί αντικείμενο της παρούσης μελέτης, αλλά από τα τέσσερα βασικά είδη αιρεσιμότητας (conditionality) που διαθέτει και χρησιμοποιεί το ΔΝΤ, το πιο σοβαρό/αυστηρό/ανελαστικό είναι αυτό των Ποσοτικών Κριτηρίων Απόδοσης. Η μη επίτευξη ενός ΠΚΑ οδηγεί αυτόματα σε μπλοκάρισμα της επόμενης δόσης, και απαιτείται ειδική διαδικασία (το θέμα παραπέμπεται στο Εκτελεστικό Συμβούλιο του ΔΝΤ) και επίσημη, συγκεκριμένη, απόφαση εξαίρεσης (official waiver) του Εκτελεστικού Συμβουλίου για το ξεμπλοκάρισμα της διαδικασίας χρηματοδότησης. Ως εκ τούτου, ο ορισμός των προβλεπόμενων σωρευτικών εσόδων από τις αποκρατικοποιήσεις ως ΠΚΑ (και όχι ως ‘ενδεικτικού στόχου’, ‘προαπαιτούμενης δράσης’ ή ‘διαρθρωτικής μεταρρύθμισης’) αποτελεί σοβαρή και δυσμενή εξέλιξη για την ικανότητα της χώρας να εφαρμόσει αποτελεσματικά το πρόγραμμα αποκρατικοποιήσεων.

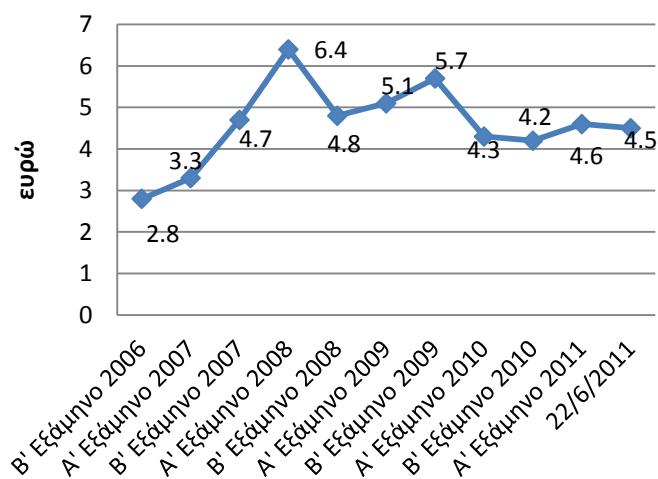
Η λύση δε που προκρίνει το αναθεωρημένο μνημόνιο, περί δυνατότητας τροποποίησης του σχεδιαγράμματος των αποκρατικοποιήσεων για την επίτευξη των στόχων εσόδων (δηλαδή ως επίλυση του προβλήματος που δημιουργείται με την υιοθέτηση των στόχων εσόδων ως ΠΚΑ), είναι εξίσου ανησυχητική. Αν ο στόχος εσόδων ενός τριμήνου δεν επιτυγχάνεται, τότε η κυβέρνηση [ή το ανεξάρτητο Ταμείο Αξιοποίησης της Ιδιωτικής Περιουσίας του Δημοσίου (ΤΑΙΠΔ); Πώς;] θα πρέπει να αρχίσει να πουλάει/αξιοποιεί υπό πίεση άλλα προς αποκρατικοποίηση περιουσιακά στοιχεία του Δημοσίου (ή του ΤΑΙΠΔ), μέχρι να καλύπτεται ο στόχος εσόδων, για να μην δημιουργείται πρόβλημα με την επόμενη δόση του δανείου. Μία τέτοια διαδικασία μάλλον στερείται οικονομικής λογικής. Δύναται δε να στρεβλώσει όλη τη διαδικασία αποκρατικοποιήσεων, εξαυλώνοντας τόσο την προσφορά της στην επίτευξη του στόχου μείωσης του χρέους, όσο, και κυρίως, την αναπτυξιακή δυναμική την οποία προσδοκούμε να δημιουργήσουν οι αποκρατικοποιήσεις.

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ

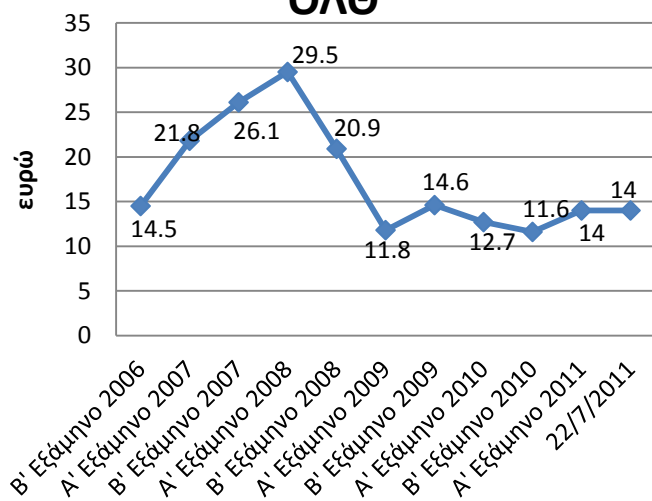
ΟΤΕ



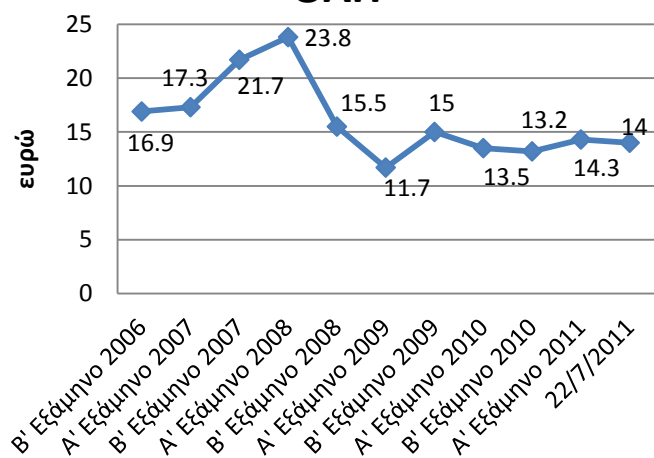
ΕΥΑΘ



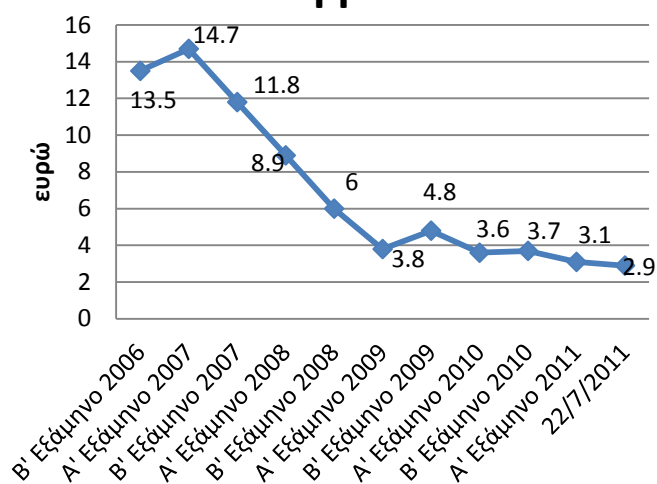
ΟΛΘ



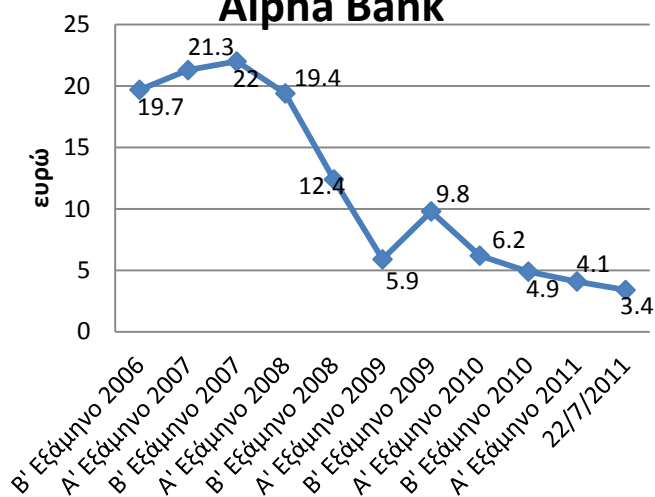
ΟΛΠ



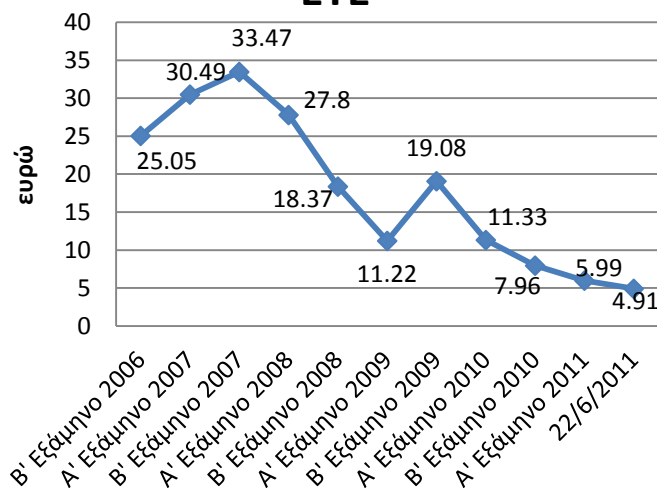
ΤΤ



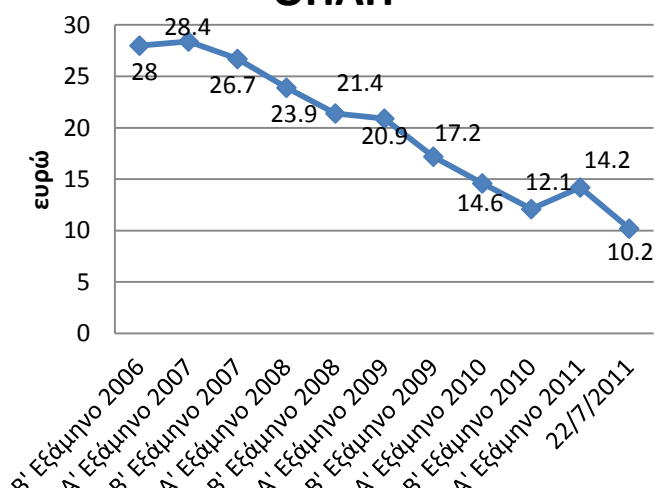
Alpha Bank



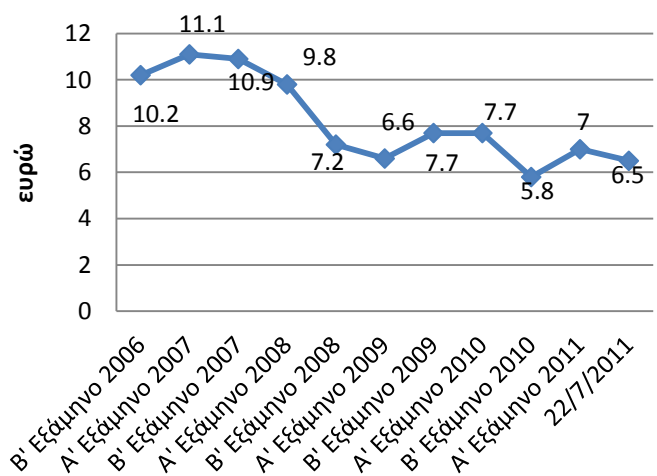
ΕΤΕ



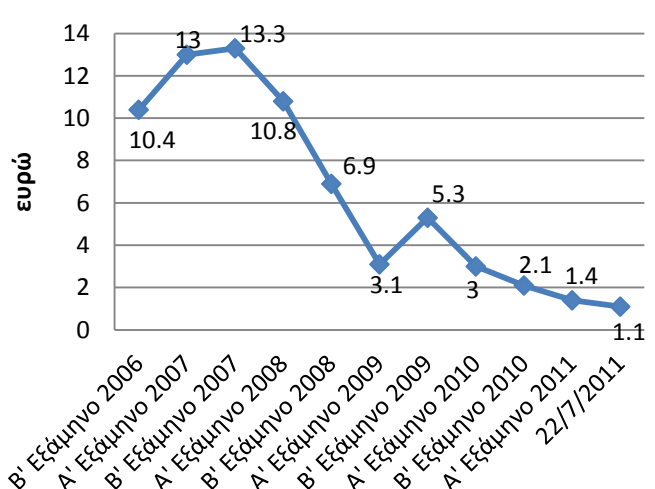
ΟΠΑΠ



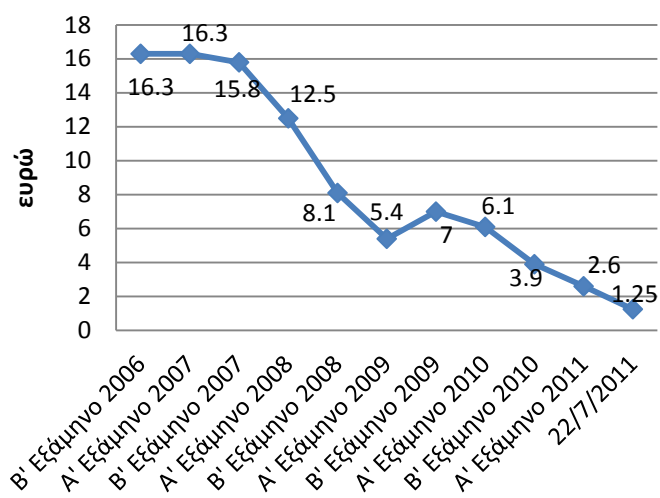
ΕΛΠΕ



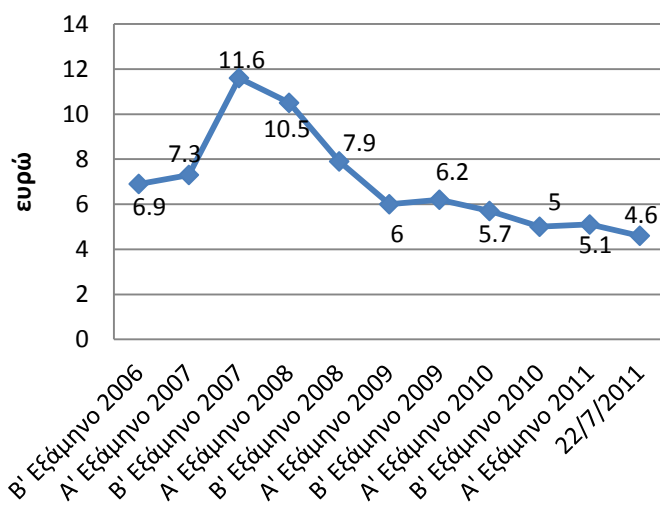
Τράπεζα Πειραιώς



ΑΤΕ



ΕΥΔΑΠ



ΔΕΗ

